



官方微信



官方APP

# 2024年1月第4周核心策略推荐：

## 中微观面因素影响强化，持强弱对冲思路

上海 2024.1.21

张舒绮 金融衍生品品种联系人  
期货投资咨询从业证书编号：Z0013114  
杨帆 能源化工品种联系人  
期货投资咨询从业证书编号：Z0014114  
魏莹 工业金属品种联系人  
期货投资咨询从业证书编号：Z0014895  
刘启跃 经济作物品种联系人  
期货投资咨询从业证书编号：Z0016224

联系方式：13761696907  
期货从业资格证书编号：F3037345  
联系方式：15919951825  
期货从业资格证书编号：F3027216  
联系方式：17717062790  
期货从业资格证书编号：F3039424  
联系方式：15659917780  
期货从业资格证书编号：F3057626

## 核心摘要（1）：市场展望

### □ 宏观分析要点：

- 本周公布Q4季度经济数据：（1）当季实际GDP同比增长5.2%、完成预定目标，但物价拖累致名义增速低于实际增速，反映有效需求相对不足；（2）生产表现较好、且服务业强于工业，地产链相关工业品产量增速则有不同程度回落；（3）消费为当季主要贡献动能，但居民收入预期、消费意愿还有待进一步修复；（4）政策加持下、基建和制造业投资有提速，但地产投资拖累加深、仍是最主要风险来源。
- 经济增长基础较薄弱，逆周期稳增长调控力量偏强、但内生顺周期动能偏弱，产能过剩矛盾隐现。因此，政策端仍有继续加码的需要。
- 此外，美国经济韧性偏强，市场对其衰退、及美联储快速降息预期明显弱化。若高利率维持时限延长，将制约国内宽松政策加码的节奏。
- 综合看，当前宏观面因素影响钝化，中微观面因素对资产价格影响则增强。其中，乐观预期计价充分，且估值偏高的黑色金属和建材链相关品种有继续回调空间；而悲观情绪充分释放，且成本支撑较强的碳酸锂仍属多头配置标的。特别是，股指多头策略赔率亦较显著。

## 核心摘要 (2) : 市场展望

### □ 中观面驱动因素要点:

#### 期货策略:

(1) 国债 (卖出T2403, 单边, 持有): 在目前稳增长的诉求下, 宽货币仍存在必要性, 但制约因素仍存, 且目前宽信用传导仍较为缓慢, 降息时点存在不确定性。此外央行近期结构性货币工具使用明显增多, 因此流动性不宜过分乐观, 而目前债市对宽货币预期定价已经较为充分, 十债空头盈亏比较优。

(2) 股指 (买入IF2403, 单边, 新增): 定性角度看, 估值、盈利两大核心因素指引依旧向上, 且在相对长时限内、其驱涨动能兑现的确定性高; 从股债收益比、A股自身运行特征看, 目前其调整已相当充分, 利空因素影响将显著钝化; 从ETF基金净变动份额、期指基差率看, 资金面持续存在积极入场信号; 当前阶段杠铃策略依旧最适宜, 沪深300期指仍为最佳多头。

(3) 沪铝 (买入AL2403, 单边, 持有): 受北方重污染天气的影响, 氧化铝供给端担忧持续, 氧化铝中期产能过剩格局未变, 但短期波动加大。而电解铝在产能天花板下, 供给刚性, 且需求存结构性亮点, 叠加低库存结构下, 铝价多头确定性更优。

(4) 碳酸锂 (买入LC2407, 单边, 持有): 现货报价进入阶段性底部, 原料端成本支撑力度增强, 生产企业谨慎对待扩产行为。随着后续产业链生产淡季结束, 补库预期将有可能推动期现共振上行, 建议维持轻仓多头策略。

(5) 沪胶 (买入RU2405, 单边, 持有): 乘用车市场维持增长, 轮胎企业开工意愿尚可, 而国内产区停割、海外原料价格高企, 供减需增预期驱动橡胶价格上行。

### 中观面驱动因素要点:

#### 期货策略:

(6) 聚氯乙烯 (买入V2405, 单边, 持有): 检修计划偏少, 产量维持高位。下游陆续放假, 内需持续转弱, 外需缺乏增长点。供需基本面不存在利好, 然而考虑到成本支撑、极低波动率和极低估值, 多单耐心持有。

(7) 纯碱 (卖出SA405, 单边, 持有): 供应过剩趋势明确, 碱厂库存被动增加, 纯碱05合约前空持有, 关注远兴投产进度和氨碱法成本支撑力度。

(8) 铁矿 (卖出I2405, 单边, 新增): 全年供需结构有望边际转宽松, 积极因素定价较充分, 估值偏高, 铁矿调整压力相对较大。

#### 期权策略:

(1) 棉花 (卖出CF405C16000+P16000, 新增): 棉花供需格局维持平稳, 年前纺服消费继续回暖, 纱线坯布去库效果明显, 价格预计延续震荡, 建议卖出看跌止盈后卖出平值跨式。

# 宏观

MACRO

01

国内：有效需求相对不足，仍待政策巩固经济向好趋势

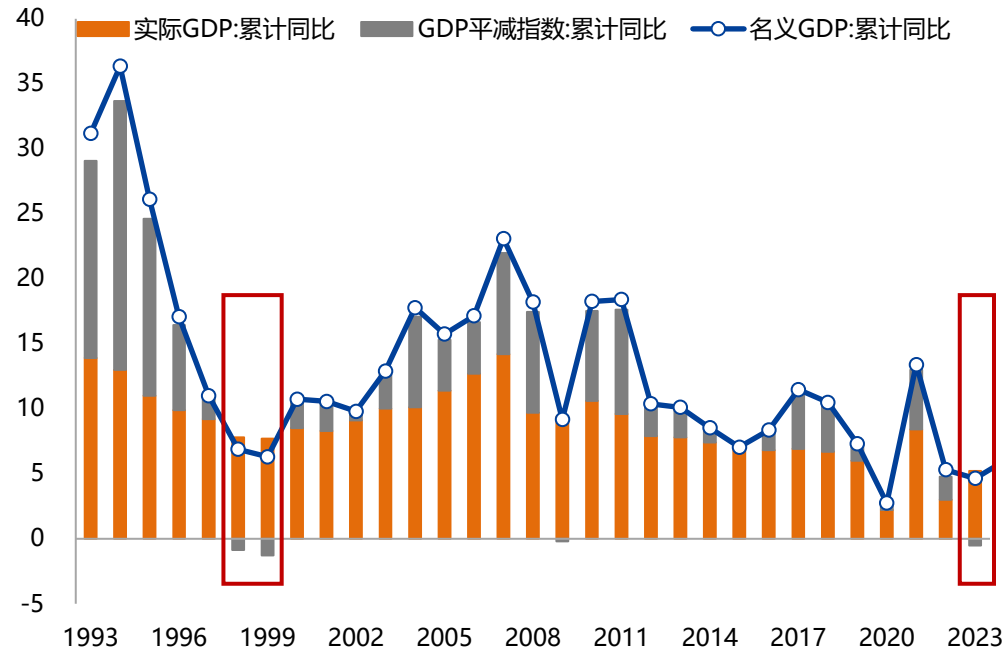
02

国外：美国经济韧性较强，美联储降息预期降温

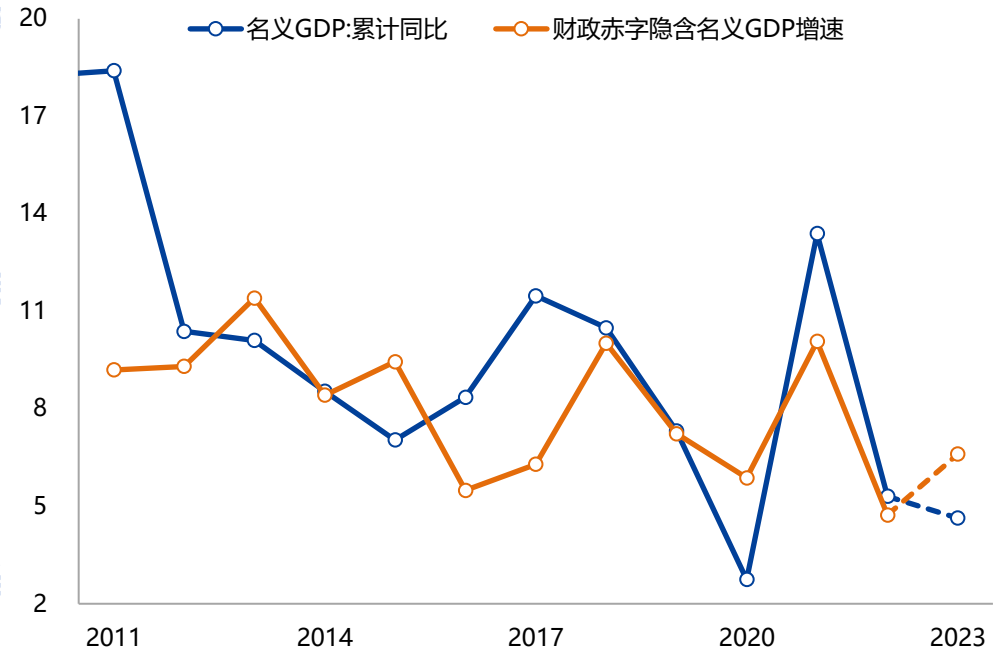
2023年四季度实际GDP同比增长5.2%，全年增长5.2%，实现年初5%左右的增长目标，两年平均增速4.1%，尚未回到潜在增长水平之上，如果2024年经济增长目标设为5%，仍有稳增长的必要。

2023年名义GDP增速罕见低于实际GDP增速，也低于财政赤字率隐含名义GDP增速，是微观承压、企业盈利偏弱的主要原因之一，会对消费和投资形成抑制。稳定物价的关键在于稳定总需求不低于总供给。

### 2023年名义GDP罕见低于实际GDP



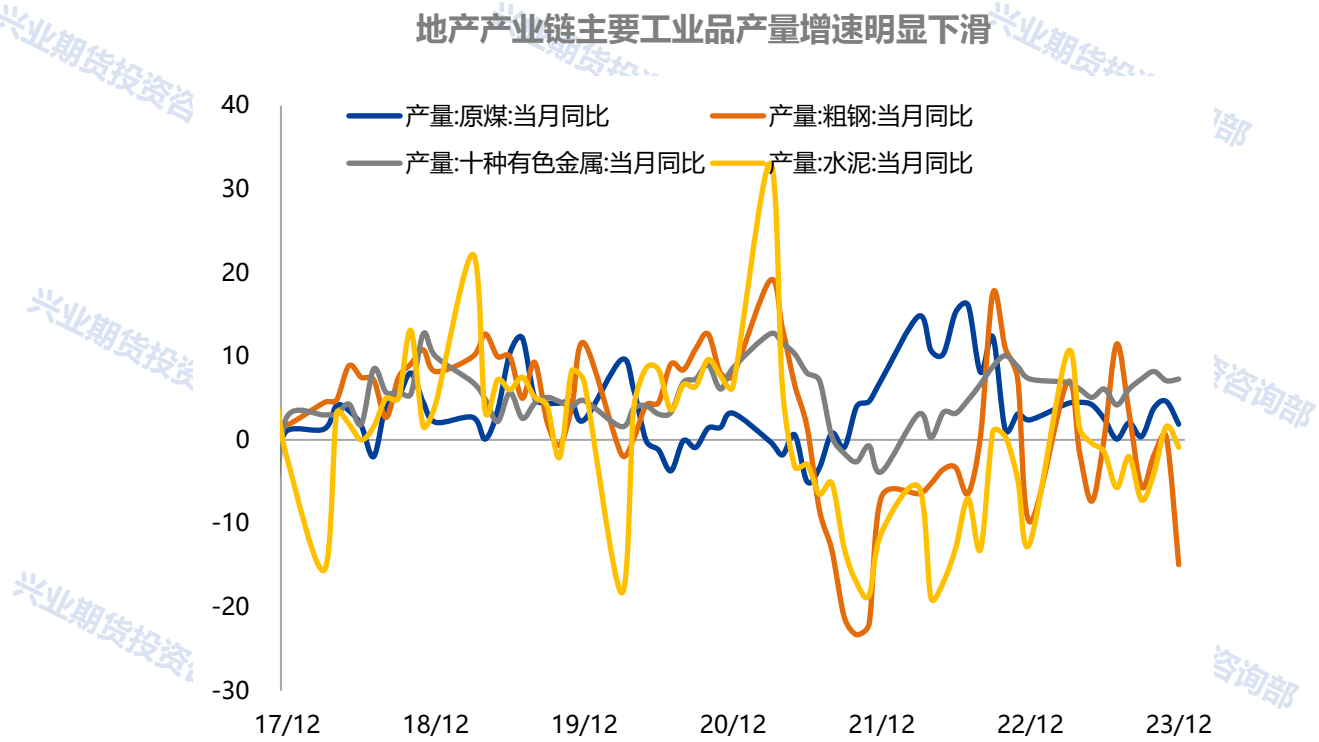
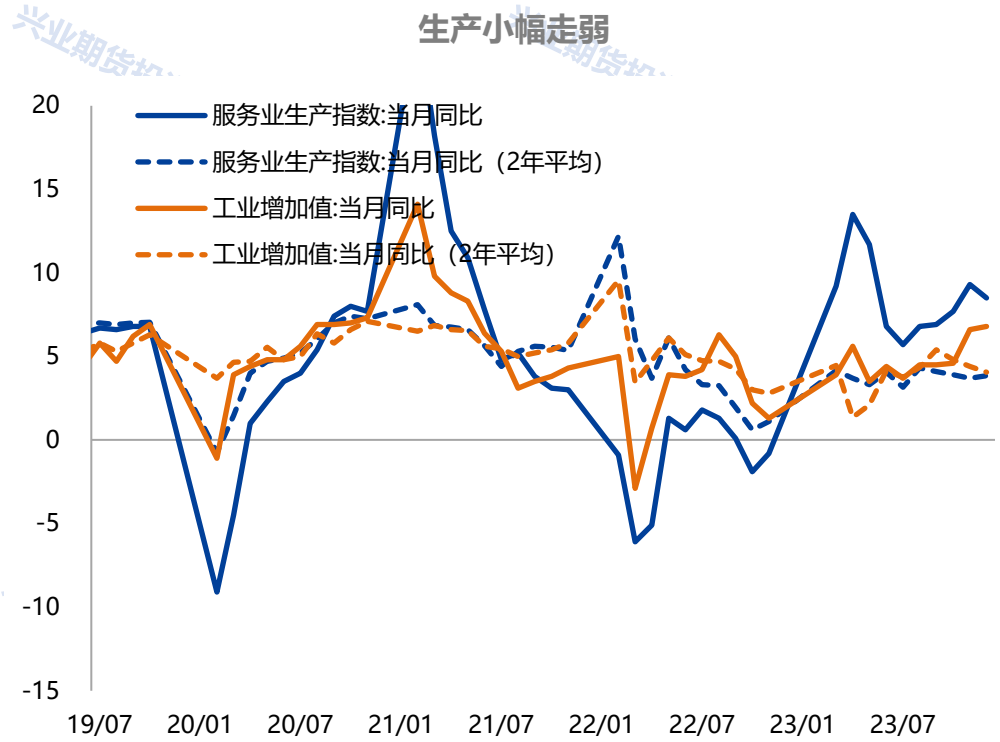
### 2023年名义GDP低于财政赤字隐含名义GDP



宏观经济指标		单位		2023年经济数据回顾										环比上期		
				22/12	23/01	23/02	23/03	23/04	23/06	23/07	23/08	23/09	23/10		23/11	23/12
经济 增长	GDP	单季	%	2.9			4.5		6.3			4.9		5.2	0.3	
	PMI	单月	%	47.0	50.1	52.6	51.9	49.2	49.0	49.3	49.7	50.2	49.5	49.4	49.0	-0.4
生产	工业增加值	单月	%	1.3	-9.8	18.8	3.9	5.6	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6	6.6	6.8	0.2
就业	城镇调查失业率	单月	%	5.5	5.5	5.6	5.3	5.2	5.2	5.3	5.2	5.0	5.0	5.0	5.1	0.1
投资	固定资产投资	单月	%	3.1		5.5	4.7	3.6	3.1	1.2	1.8	2.4	1.2	2.9	4.1	1.2
	房地产投资	单月	%	-12.2		-5.7	-7.2	-16.2	-20.6	-17.8	-19.1	-18.7	-16.7	-18.1	-24.0	-5.9
	基建投资	单月	%	10.4		12.2	9.9	7.9	11.7	5.3	6.2	6.8	5.6	5.4	10.7	5.4
	基建投资 (不含电力)	单月	%	14.3		9.0	8.7	7.9	6.4	4.6	3.9	5.0	3.7	5.0	6.8	1.9
	制造业投资	单月	%	7.4		8.1	6.2	5.3	6.0	4.3	7.1	7.9	6.2	7.1	8.2	1.1
消费	社会消费品 零售总额	单月	%	-1.8		3.5	10.6	18.4	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4	-2.7
进出口	出口金额	单月	%	-11.4	-11.6	-2.7	11.4	7.3	-12.4	-14.2	-8.5	-6.8	-6.6	0.7	2.3	1.6
	进口金额	单月	%	-7.1	-20.8	4.5	-1.7	-8.1	-6.9	-12.4	-7.2	-6.3	2.9	-0.7	0.2	0.9
物价	CPI	单月	%	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5	0.5	1.0
	PPI	单月	%	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	0.3
	CPI-PPI	单月	%	2.5	2.9	2.4	3.2	3.7	5.4	4.1	3.1	2.5	2.4	2.5	3.2	0.7
流动性	社融	存量同比	%	9.6	9.4	9.9	10.0	10.0	9.0	8.9	9.0	9.0	9.3	9.4	9.5	0.1
	信贷	同比	%	11.1	11.3	11.6	11.8	11.8	11.3	11.1	11.1	10.9	10.9	10.8	10.6	-0.2
	M1	单月	%	3.7	6.7	5.8	5.1	5.3	3.1	2.3	2.2	2.1	1.9	1.3	1.3	0.0
	M2	单月	%	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	-0.3
	M1-M2	单月	%	-8.1	-5.9	-7.1	-7.6	-7.1	-8.2	-8.4	-8.4	-8.2	-8.4	-8.7	-8.4	0.3



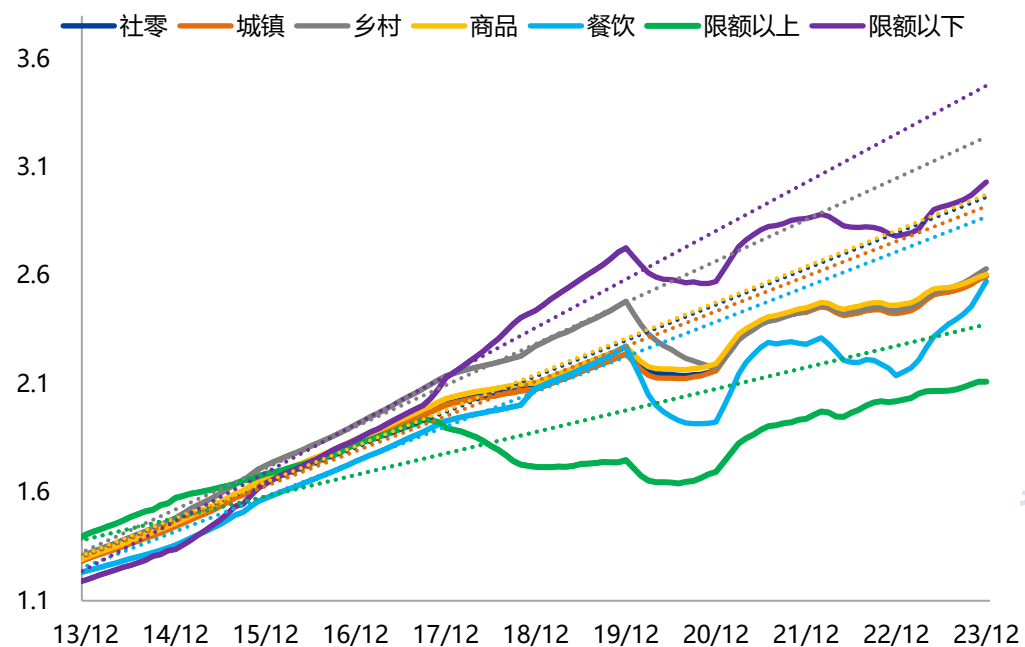
2023年12月工业增加值当月同比增长6.8%，前值6.6%，其中包含低基数的影响；环比增长0.52%，低于11月的0.87%，但好于9-10月的0.4%。从主要工业品产量看，高技术制造业产成品，如智能手机、汽车等产量增长较快，且绝对值创新高；地产链条工业品产量增速均不同程度大幅下行。12月服务业指数当月同比增长8.5%，前值9.3%，两年平均增速3.9%，高于前值的3.7%。



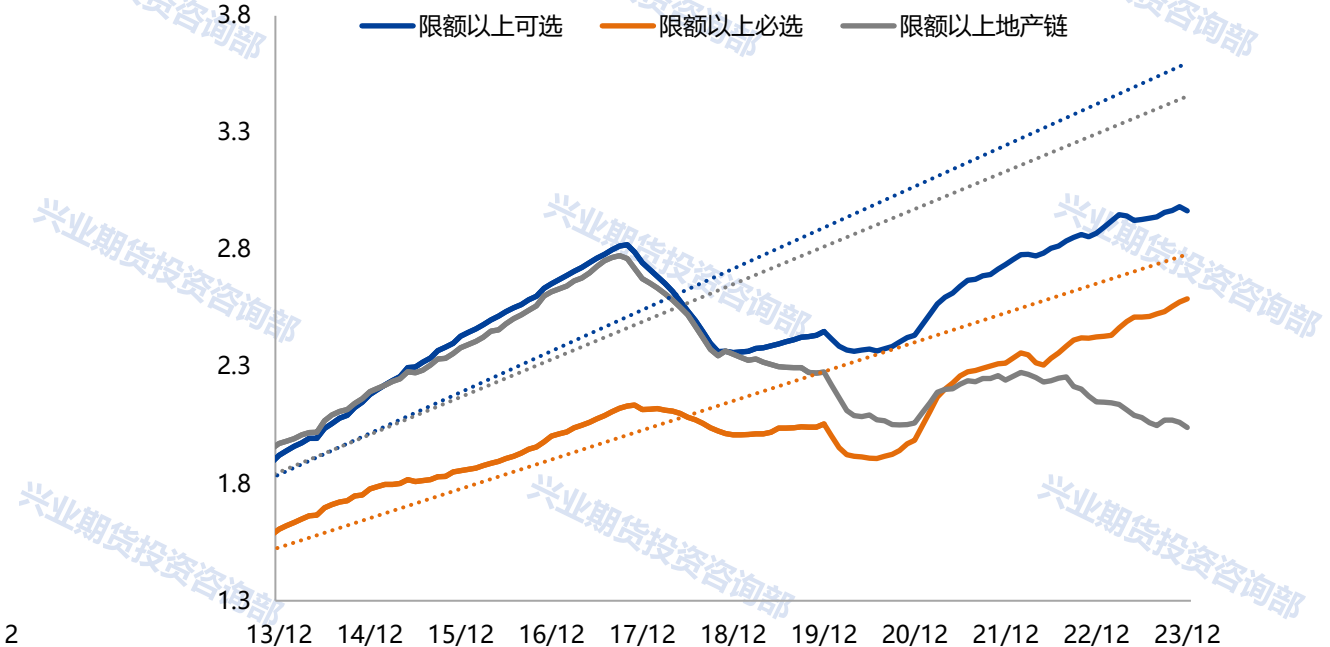


2023年12月社会消费品零售总额当月同比增长7.4%，前值10.1%，但单月环比、两年复合增长速度均高于前值，其中餐饮、服装、金银珠宝、体育娱乐、通讯器材、化妆品等单月同比增速较快。剔除季节性因素影响后，对比疫情前的社零趋势线与当前实际社零表现，我们可以发现，服务消费修复进度好于商品消费，限额以上修复进度好于限额以下，必选消费修复进度好于可选消费，地产链消费是最大拖累项。

### 服务消费修复进度好于商品消费

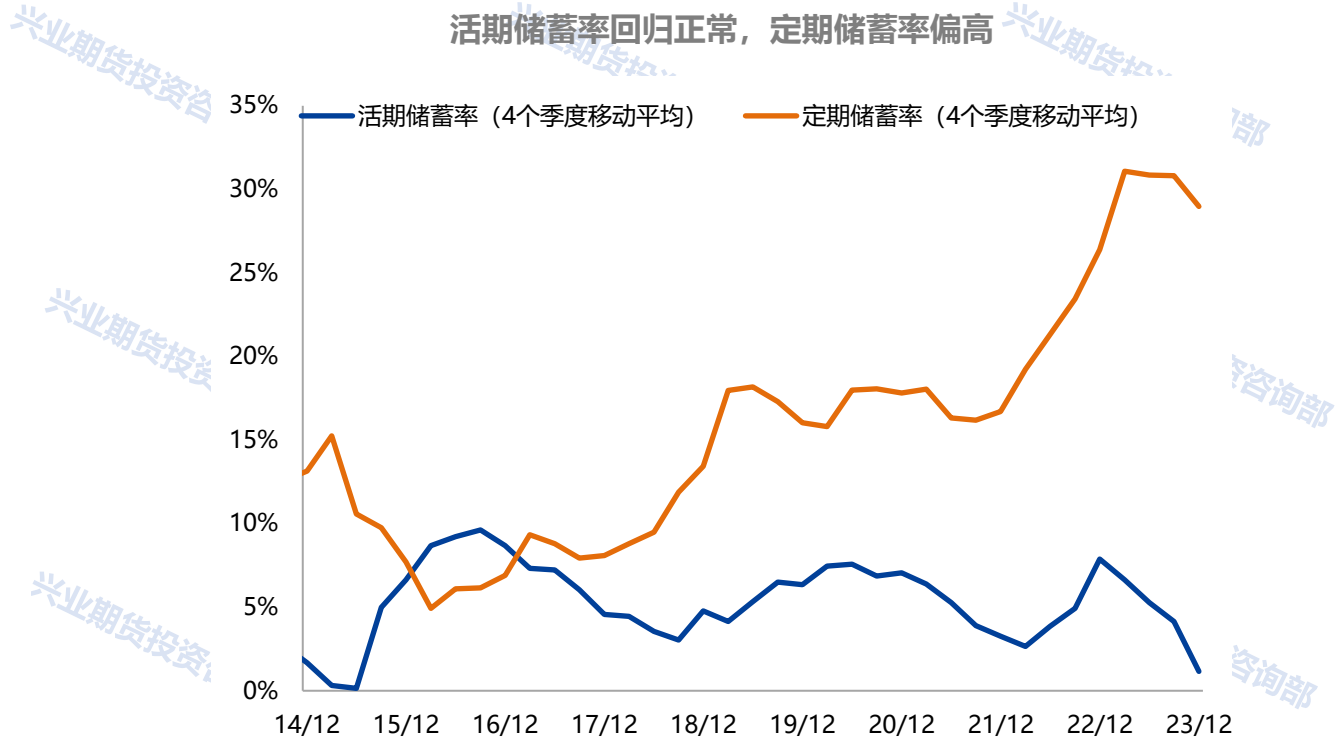
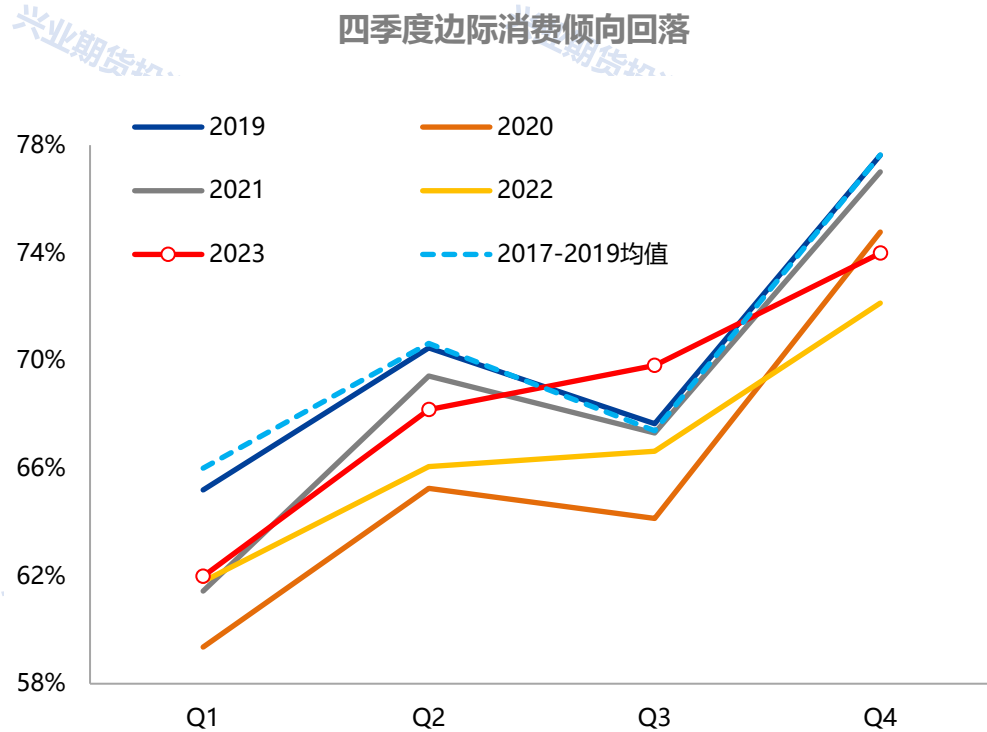


### 限额以上必选消费修复进度好于可选和地产链

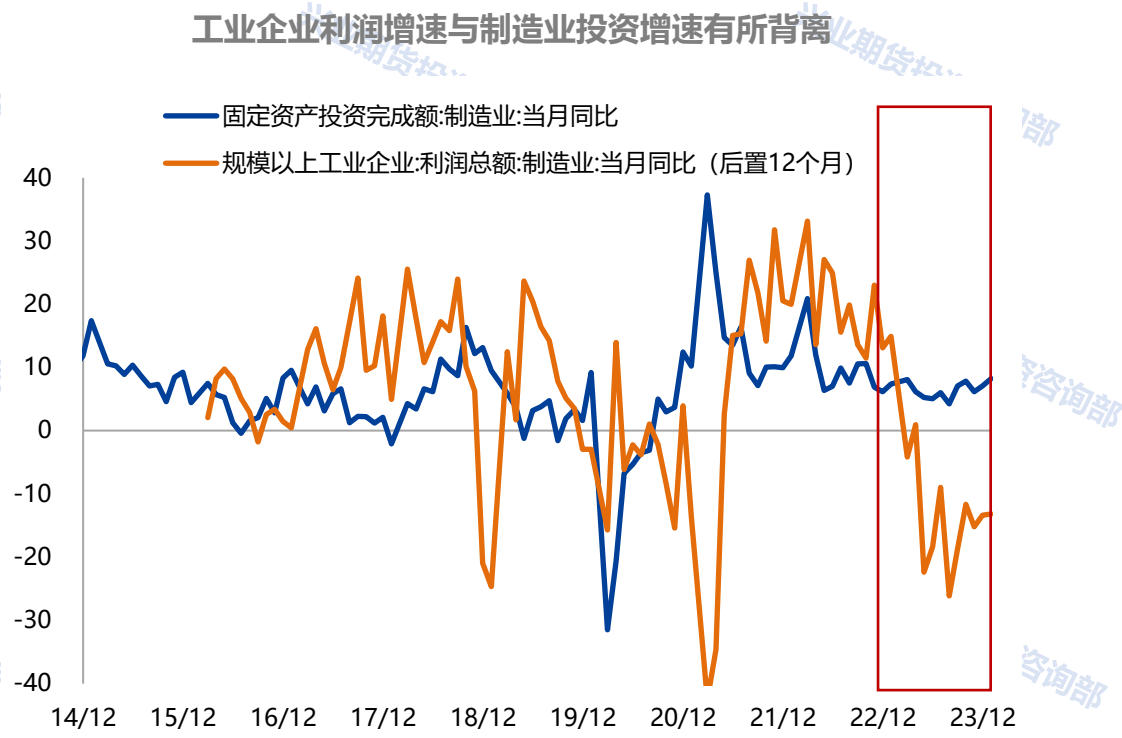


□ 2023年居民消费倾向（消费性支出/可支配收入）录得74%，低于2021年以前数据（包括2020年），仅高于2022年，这将影响2024年消费增长的斜率。同时，居民储蓄率（新增居民存款/可支配收入）也可作为居民消费意愿的佐证，数据显示活期存款储蓄率已降至2014-2015年低位附近，但定期存款储蓄率却持续上扬，前者影响服务消费和必选商品消费的修复进度，后者影响大宗耐用品消费和地产相关消费。

□ 居民长期/大宗消费意愿不强，可能与收入、就业预期不佳有关。



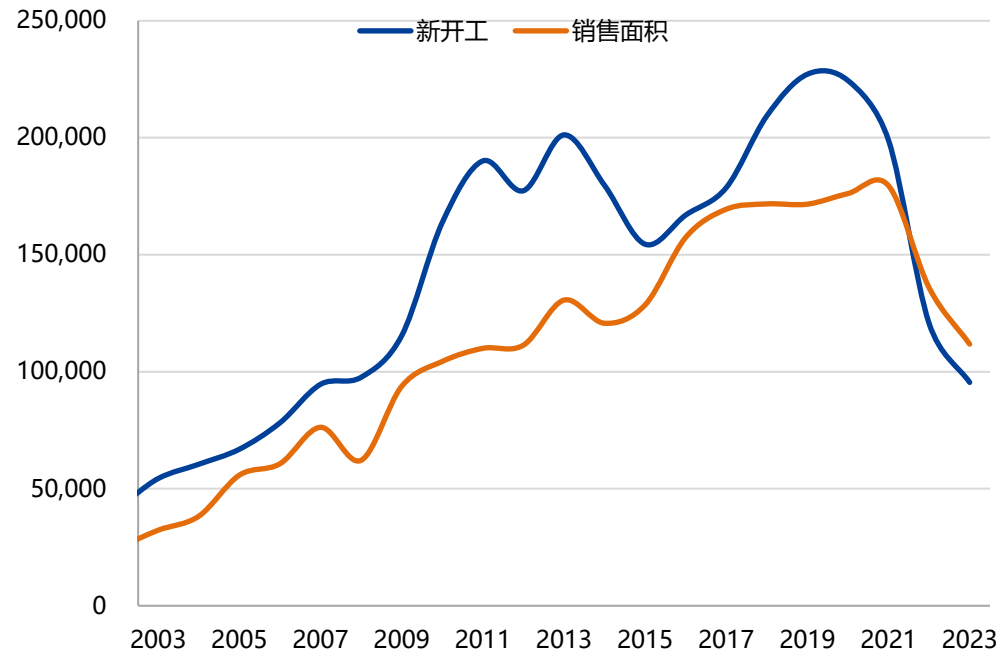
- 2023年12月制造业投资单月同比增长8.2%，前值7.1%，2年复合增速为7.8%，前值6.6%。其中高技术制造业投资单月同比增长15.8%，前值16.4%，2年复合增速13.1%，前值16.1%；传统制造业投资单月同比增长1.8%，前值-1.3%，2年复合增速7.1%，前值2.3%。
- 目前政策支持下的高技术制造业投资占制造业投资的比例已提高至46.9%，是制造业投资增速保持韧性的关键。但产能过剩问题已隐隐浮现，包括制造业投资增速与盈利能力持续背离，以及行业产能利用率、工业增加值分位数偏低。后续政策扶持下，制造业投资可能还会维持韧性，但如何平衡供应与需求，从而支撑盈利和价格水平回暖，是关键，出口的影响可能会相应放大。



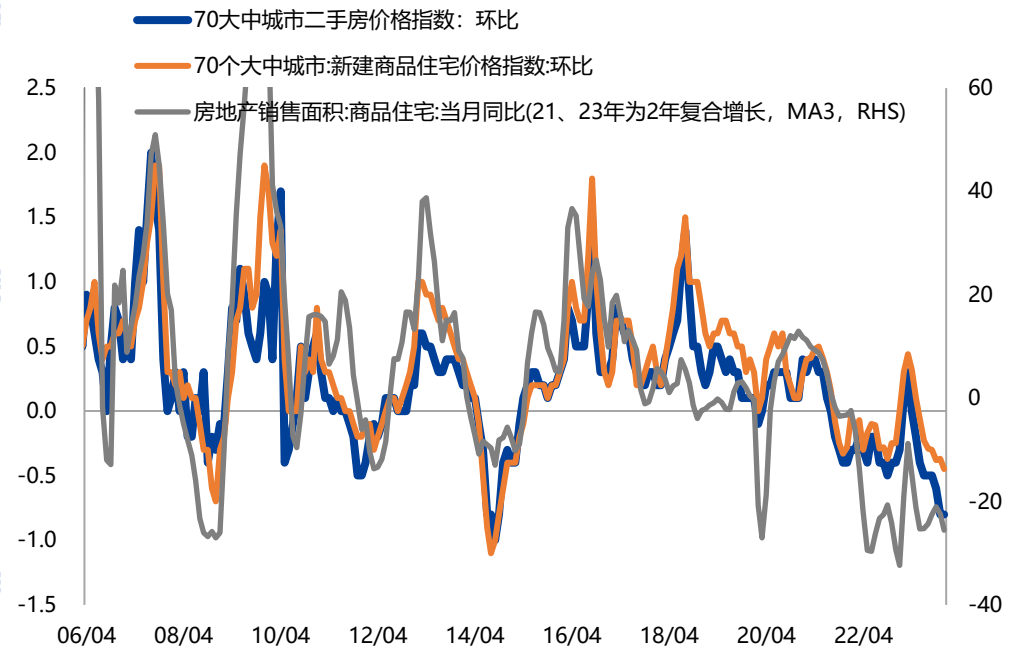
2023年12月房地产开发投资单月同比下跌24%，前值18.1%，2年复合增速为-18.3%，高于11月的-19%，又低于10月的-16.4%。除单月竣工增速较前值有所上升外，销售、开工、施工、投资完成额的单月增速较前值都有不同程度回落。

拉长数据看，2023年房地产销售数据已跌至2012年水平附近，新开工数据甚至已跌至2008年以前水平，70大中城市房价环比加速下探，二手房价环比增速接近2014年低点。地产大周期仍无明显企稳迹象，依然是2024年经济主要风险源。政府可能需要采取更多手段去对冲商业地产对经济的拖累。

### 2023年地产销售面积已跌至2012年水平



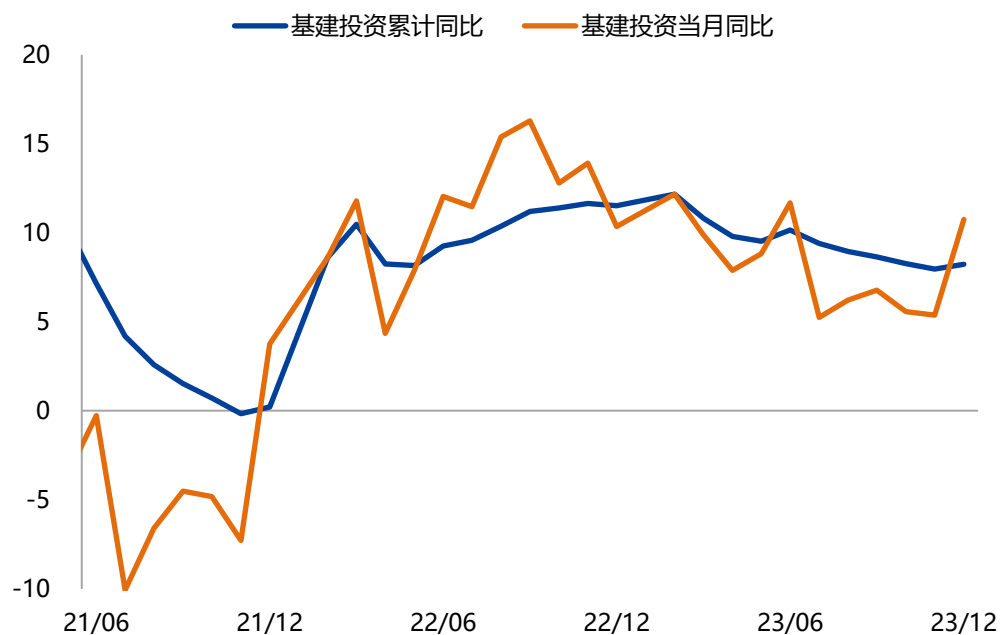
### 房价环比增速加速下探



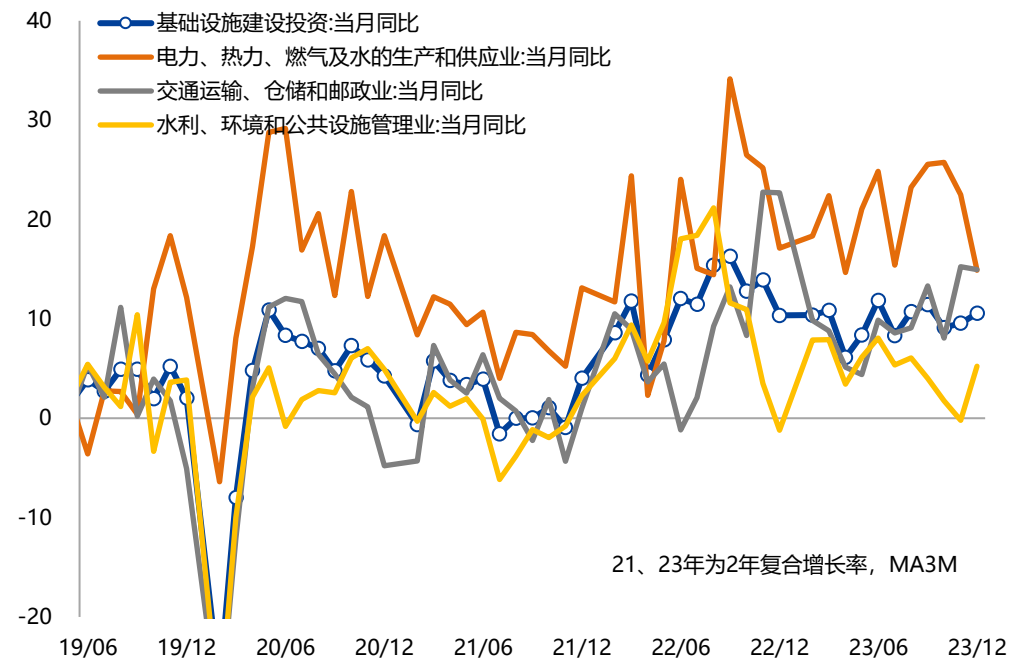
指标名称	房地产开发投资	房地产开发投资完成额:建安设备投资	占比	房地产开发投资完成额:其他费用	占比	新开工面积	施工面积	竣工面积	理论施工面积	实际施工/理论施工	净停/复工面积	施工单价	土地购置费	土地购置费在土地投资中占比
2003	10,106	6,868	68%	3,238	32%	54,319	116,907	39,510	107,566	109%	-9,341	587	2,046	63%
2004	13,158	9,018	69%	4,140	31%	60,414	140,451	42,465	134,856	104%	-5,595	642	2,574	62%
2005	15,759	11,097	70%	4,662	30%	66,840	164,445	48,793	158,499	104%	-5,946	675	2,904	62%
2006	19,382	13,611	70%	5,771	30%	78,131	194,090	53,019	189,557	102%	-4,533	701	3,783	66%
2007	25,280	17,532	69%	7,748	31%	94,590	235,882	58,236	230,444	102%	-5,437	743	4,866	63%
2008	30,580	21,763	71%	8,817	29%	97,574	274,149	58,502	274,953	100%	804	794	5,795	66%
2009	36,232	26,277	73%	9,955	27%	115,385	319,650	70,219	319,316	100%	-334	822	6,039	61%
2010	48,267	33,639	70%	14,628	30%	163,777	405,539	75,961	407,465	100%	1,926	829	9,992	68%
2011	61,740	45,313	73%	16,427	27%	190,083	507,959	89,244	506,377	100%	-1,582	892	11,413	69%
2012	71,804	53,056	74%	18,748	26%	177,334	573,418	99,425	585,868	98%	12,451	925	12,100	65%
2013	86,013	65,169	76%	20,844	24%	201,208	665,572	101,435	673,190	99%	7,618	979	13,502	65%
2014	95,036	71,868	76%	23,168	24%	179,592	726,482	107,459	737,705	98%	11,223	989	17,459	75%
2015	95,979	72,407	75%	23,572	25%	154,454	735,693	100,039	780,897	94%	45,204	984	17,675	75%
2016	102,581	77,764	76%	24,817	24%	166,928	758,975	106,128	796,494	95%	37,519	1,025	18,779	76%
2017	109,799	80,128	73%	29,670	27%	178,654	781,484	101,486	836,142	93%	54,658	1,025	23,169	78%
2018	120,264	77,517	64%	42,747	36%	209,342	822,300	93,550	897,275	92%	74,975	943	36,387	85%
2019	132,194	83,676	63%	48,518	37%	227,154	893,821	95,942	953,512	94%	59,691	936	41,675	86%
2020	141,443	89,198	63%	52,245	37%	224,433	926,759	91,218	1,027,036	90%	100,277	962	44,452	85%
2021	147,602	95,577	65%	52,025	35%	198,895	975,387	101,412	1,024,242	95%	48,856	980	43,505	84%
2022	132,895	85,103	64%	47,792	36%	120,587	904,999	86,222	1,009,751	90%	104,752	940	41,030	86%
<b>2023</b>	<b>110,913</b>	<b>66,473</b>	<b>60%</b>	<b>44,440</b>	<b>40%</b>	<b>95,376</b>	<b>838,364</b>	<b>99,831</b>	<b>900,544</b>	<b>93%</b>	<b>62,179</b>	<b>793</b>	<b>38,617</b>	<b>87%</b>
<b>YOY</b>	<b>-9.6%</b>	<b>-21.9%</b>		<b>-7.0%</b>		<b>-20.4%</b>	<b>-7.2%</b>	<b>17.0%</b>	<b>-10.8%</b>	<b>93%</b>	<b>-40.6%</b>		<b>-5.9%</b>	
<b>2024</b>	<b>102,142</b>	<b>60,453</b>	<b>59%</b>	<b>41,689</b>	<b>41%</b>	<b>76,300</b>	<b>762,438</b>	<b>94,840</b>	<b>819,825</b>	<b>93%</b>	<b>57,388</b>	<b>793</b>	<b>36,686</b>	<b>88%</b>
<b>YOY</b>	<b>-7.9%</b>	<b>-9.1%</b>		<b>-6.2%</b>		<b>-20.0%</b>	<b>-9.1%</b>	<b>-5.0%</b>	<b>-9.0%</b>	<b>93%</b>	<b>-7.7%</b>		<b>-5.0%</b>	

2023年12月基建投资同比增长10.8%，前值5.4%，其中电热燃水、交运仓储和邮政投资增速回落，水利环境和公共设施管理业投资增速低位大幅回升。12月基建投资的提速，与年末广义财政支出提速有关，包括增发国债下发资金预算超8000亿元，PSL重启等。

### 12月基建投资提速



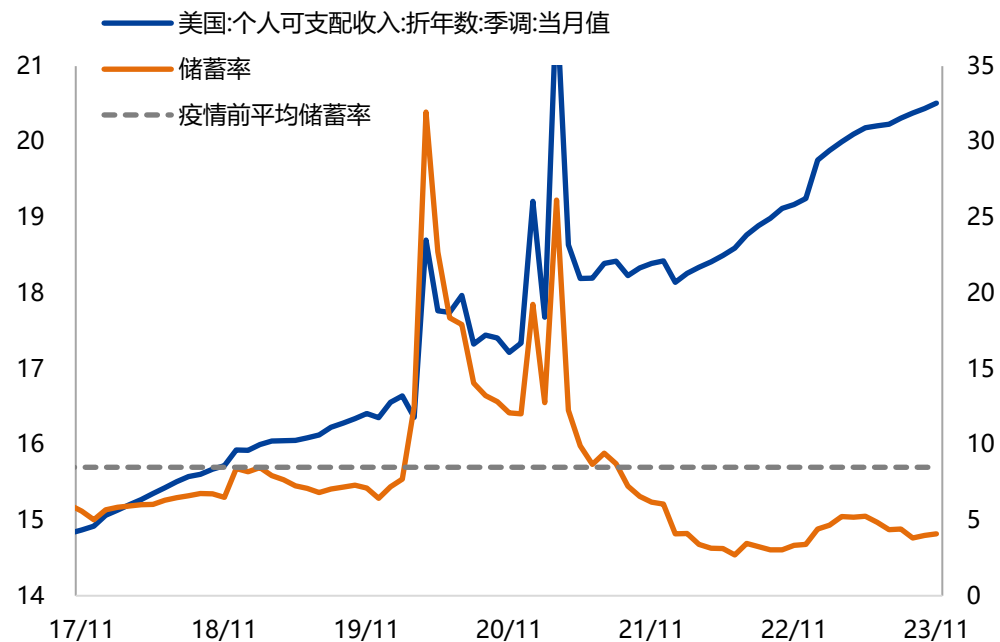
### 水利投资增速低位反弹



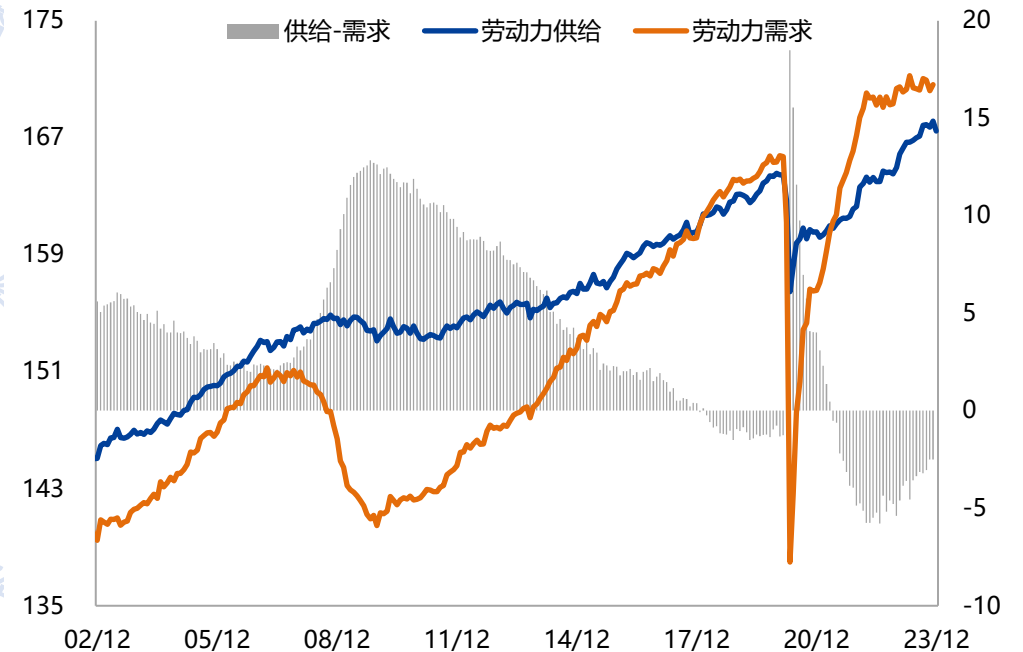


目前看，短期美国经济，尤其是个人消费，依然具备较强韧性。主要原因包括：（1）疫情期间超储还有剩余，根据最新测算，预计要到2024年1季度至2季度才会消耗完毕，（2）美国劳动力市场供需缺口依然存在，使得近期美国非农数据率次超预期，也将对工资薪金增速形成支撑，（3）随着美国通胀回落，实际工资薪金增速已由负转正，（4）美国家庭资产负债表整体依然健康。

### 居民超储待24年上半年才能消耗完毕



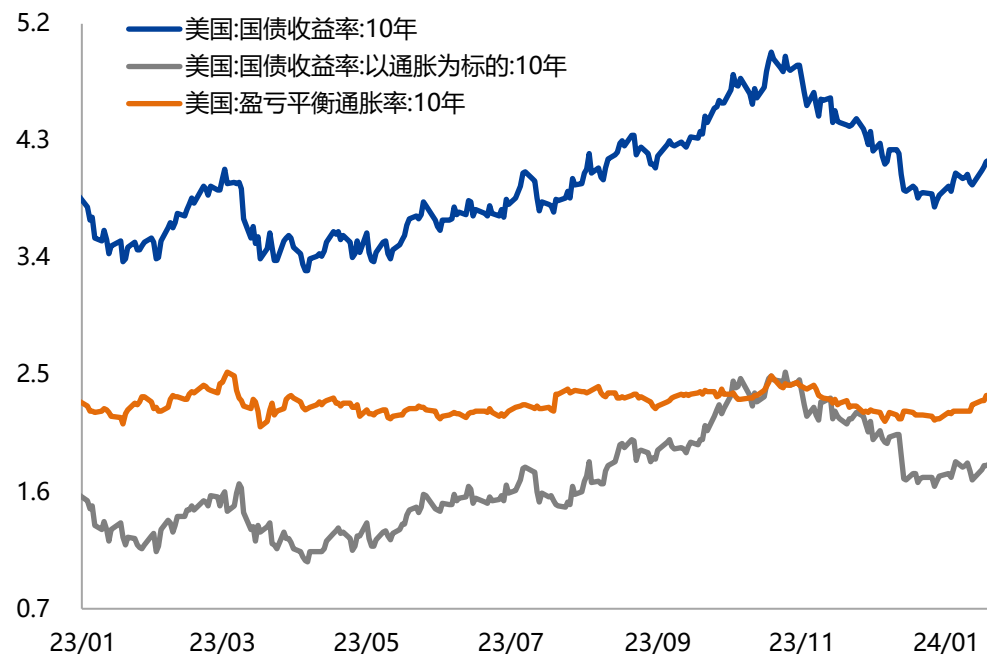
### 美国劳动力供需缺口依然存在





- 随着市场逐步认识到美国经济的韧性，市场对美联储较快转向降息的预期也再度降温，1月以来美债收益率、美元指数双双反弹。
- 美联储降息预期的反复，或将成为风险资产定价的主要扰动项。

### 1月美债收益率持续回升（更新至1.19）



### 美元指数再回103以上（更新至1.19）



# 国债

T

01

降息存必要性，但制约因素仍存

02

融资意愿较弱，宽货币向宽信用传导偏缓

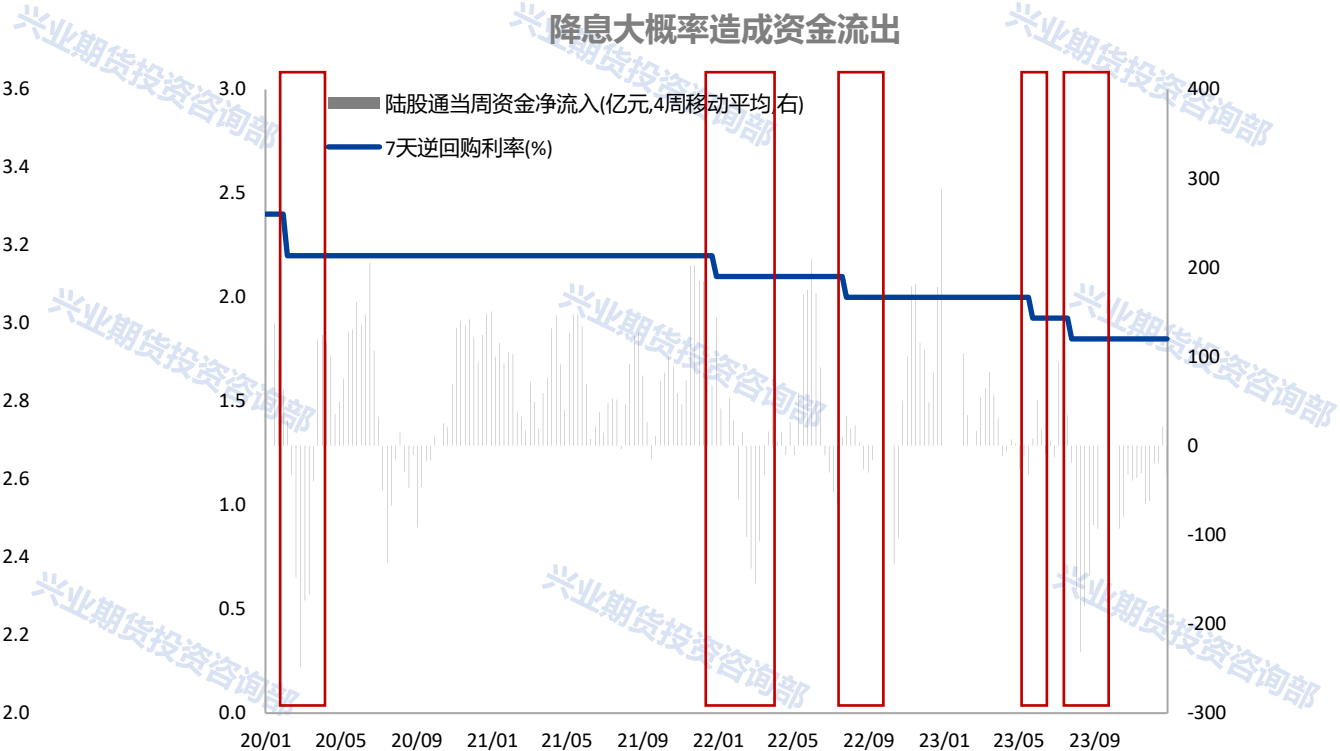
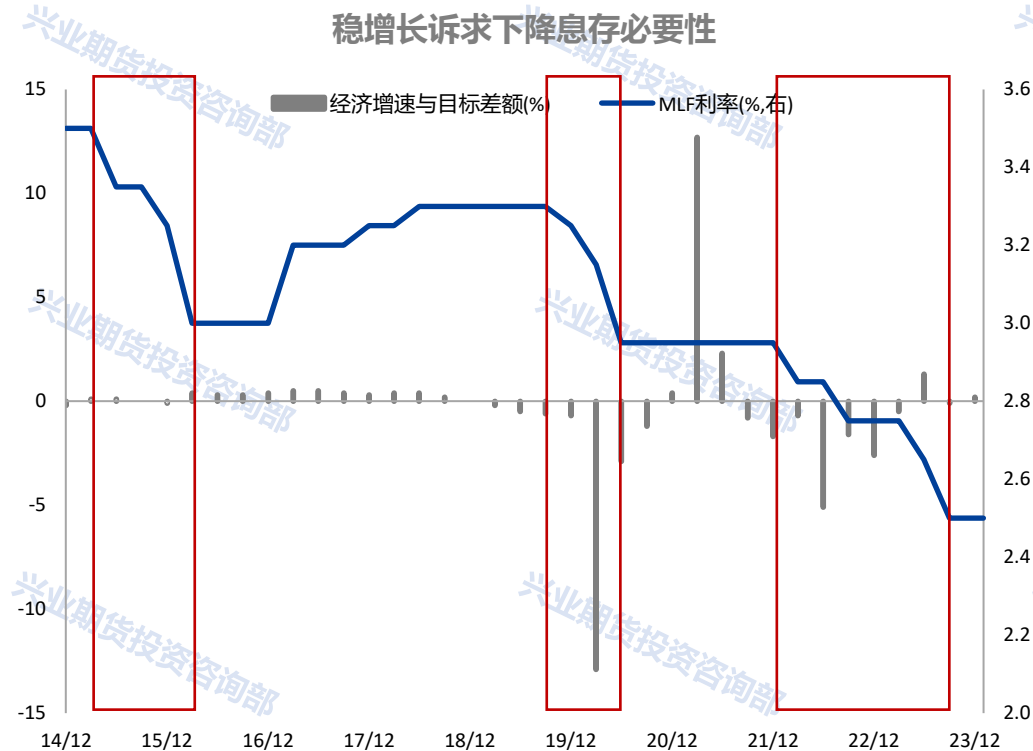
03

结构性工具使用增多，流动性分层持续

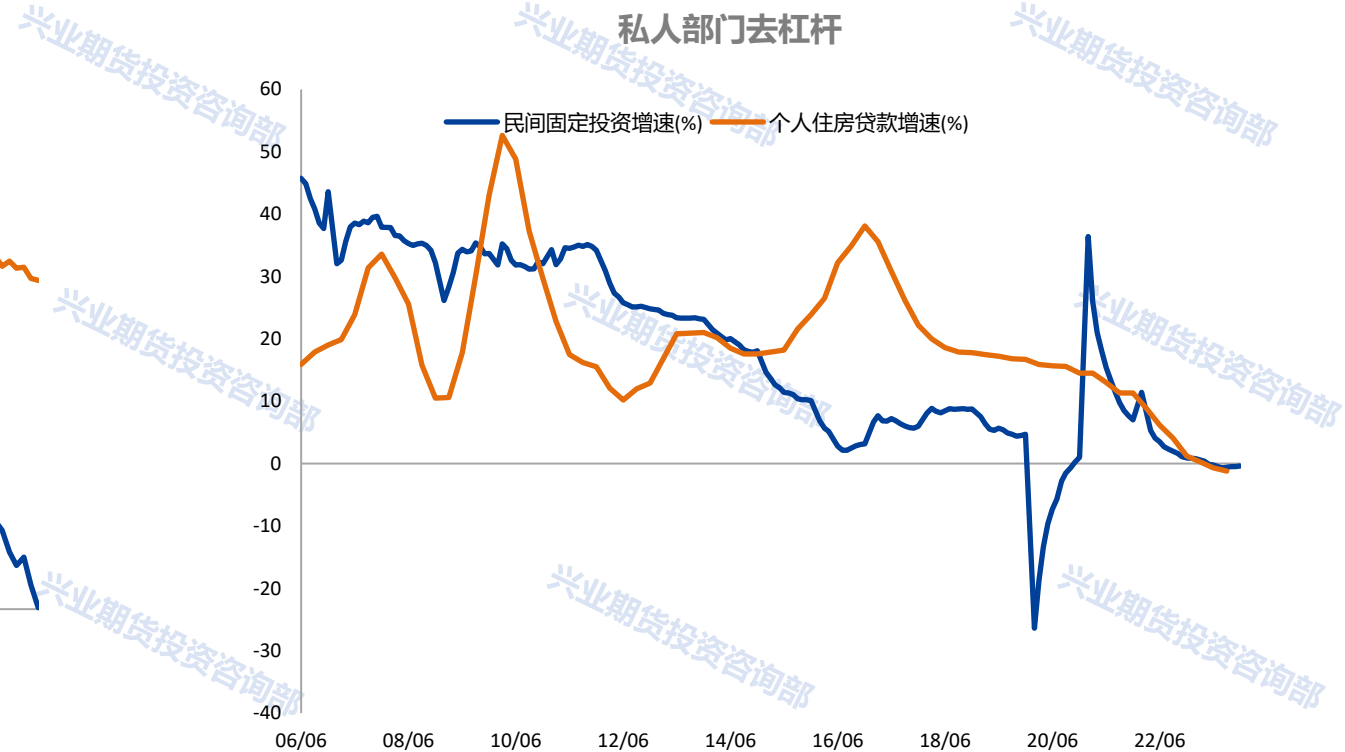
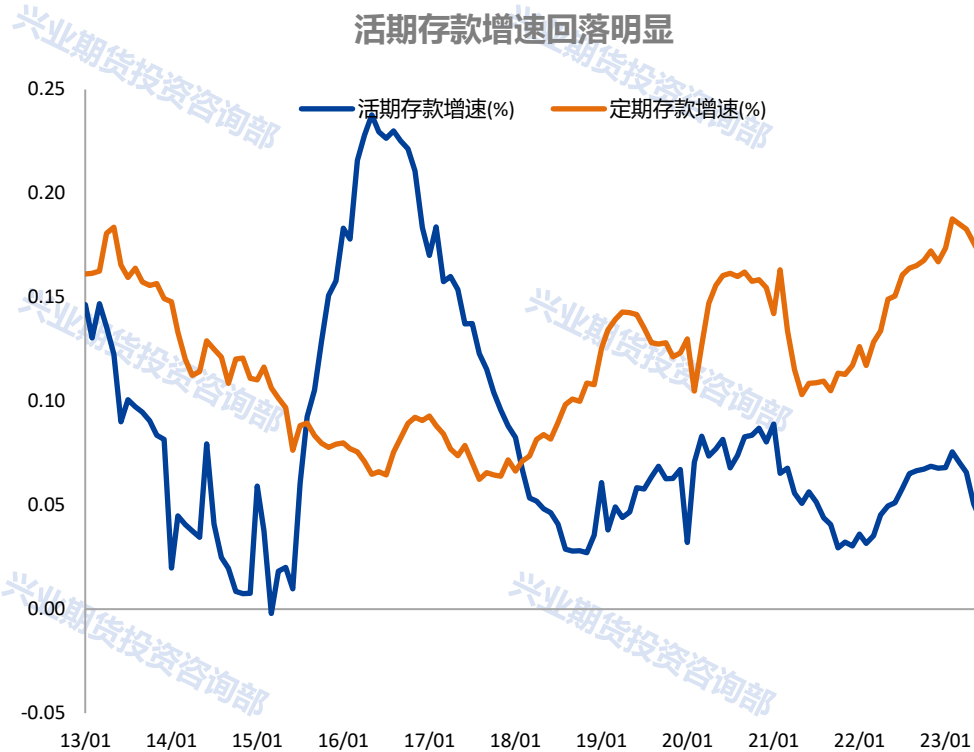
04

资金面不宜过分乐观，高估值期债空头盈亏比优

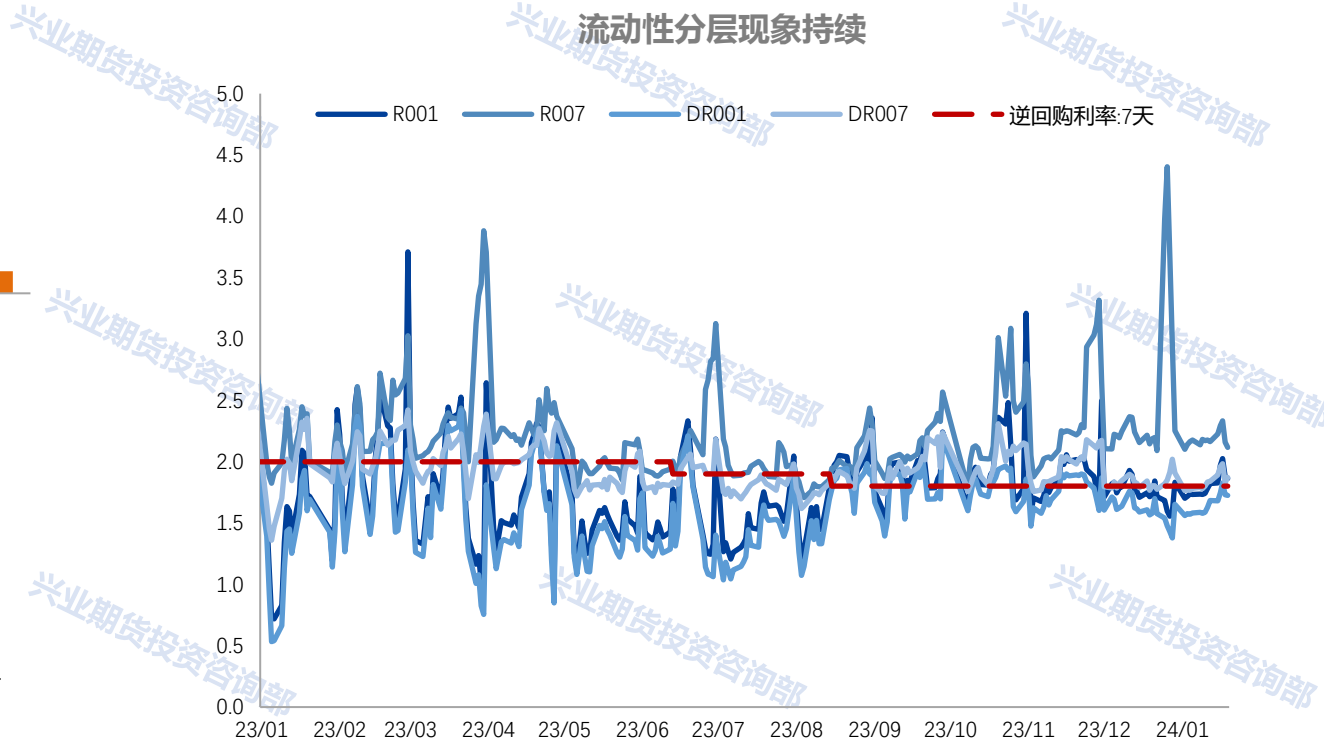
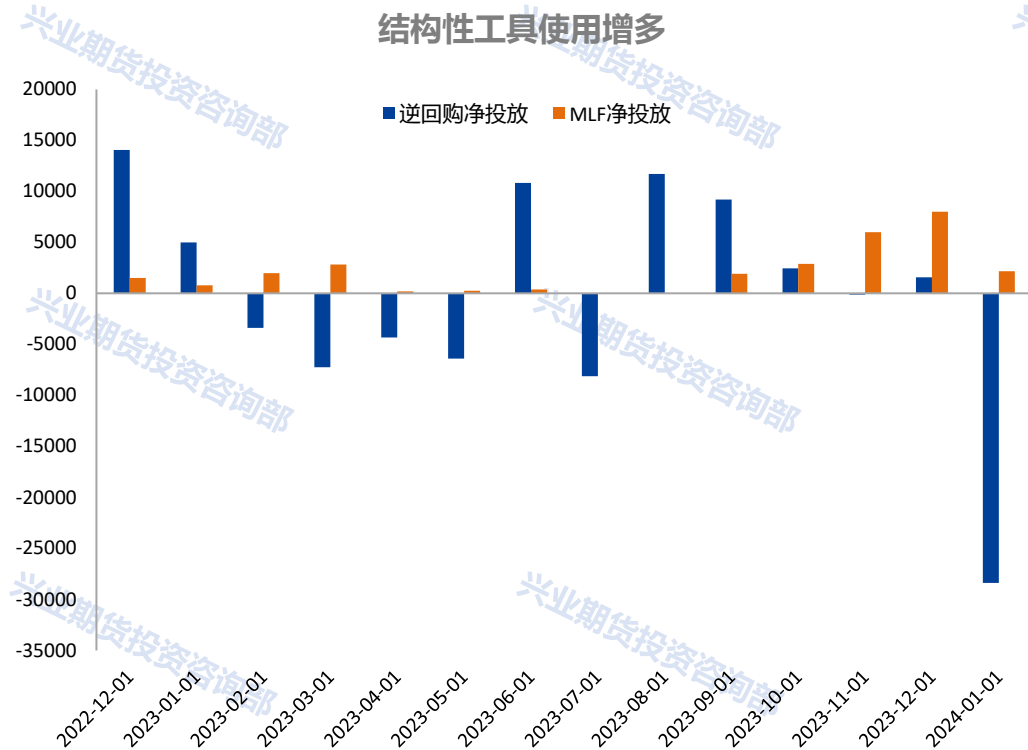
- 从目前的宏观环境来看，宽松的流动性存在必要性。2023年实际GDP同比预计5.3%左右，两年平均在4.1%左右，2024年经济增长目标预计在5%左右，稳增长诉求仍较为明确。因此2024年央行大概率将进行降息。
- 但同时降息的制约因素仍较为突出，目前海外宽货币周期仍未开启，全球主要市场名义利率偏强，我国央行的降息可能造成资本外流的加剧。



- 虽然社融数据始终保持乐观，但本轮信用扩张时，明显出现了活期存款回落显著的情况，实体部门投资意愿仍偏弱。此外民间固定投资以及个人住房贷款增量也同样出现转负的情况，私人部门加杠杆意愿不佳。
- 因此当下私人部门贷款意愿整体较弱，进而导致宽货币向宽信用传导受阻。

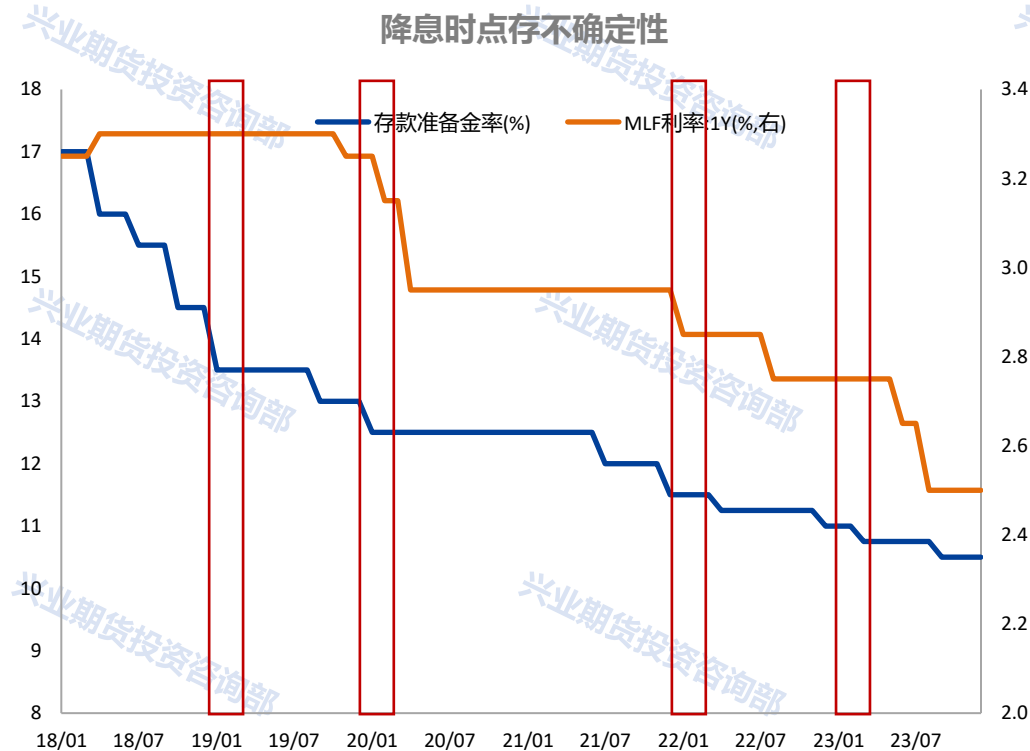


近期央行货币市场操作也存在一定调整，逆回购净投放规模降低，但同时PSL等结构性工具与MLF使用相对更多。央行对于资金使用效率的关注度明显抬升。未来结构性工具或仍将使用较多，资金利率中枢难以大幅下行、流动性分层现象持续。



从历史复盘来看，春节前后央行通常会有降准或降息的操作，但从上文分析来看降息时点仍存在较大不确定性，且目前债市对宽货币预期定价已经较为充分，流动性难以提供新增利多。

此外从估值角度来看，目前估值偏高，而股市等风险资产估值偏低，吸引力正在逐步抬升，债市配置需求将边际走弱，因此债市进一步上行动能较低，10年期国债期货空单盈亏比较优。



# 股指

IF

01

估值、盈利两大项均维持利多基调，核心驱涨动能未变

02

回调时长、空间均已较充分，空头策略风险显著加大

03

资金流入有结构性亮点，积极信号持续存在

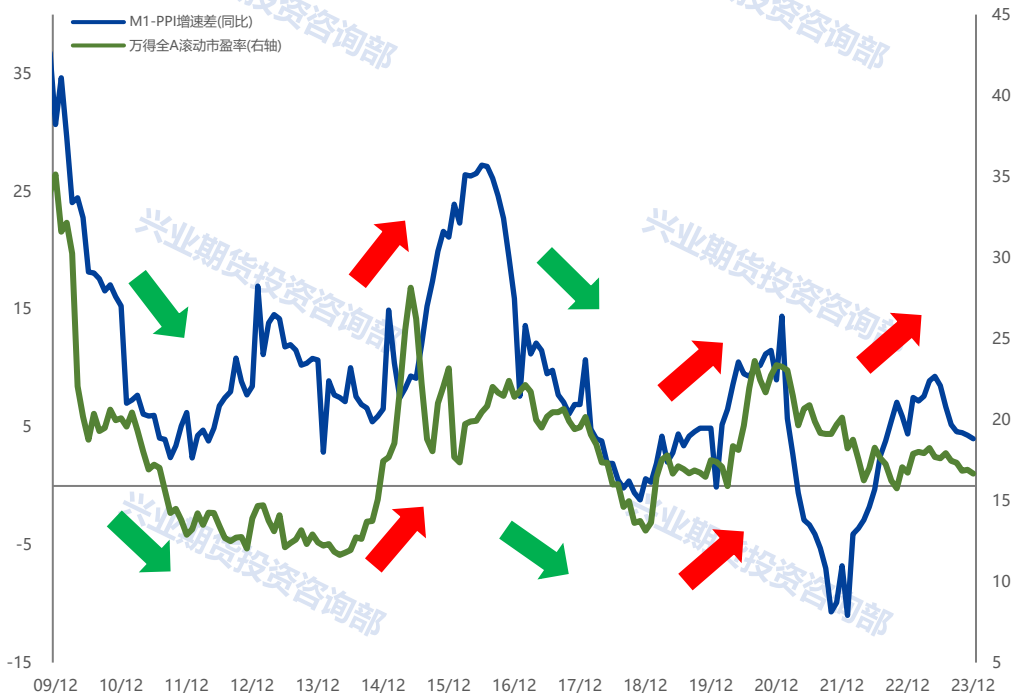
04

杠铃策略依旧最优，沪深300期指仍为最佳多头

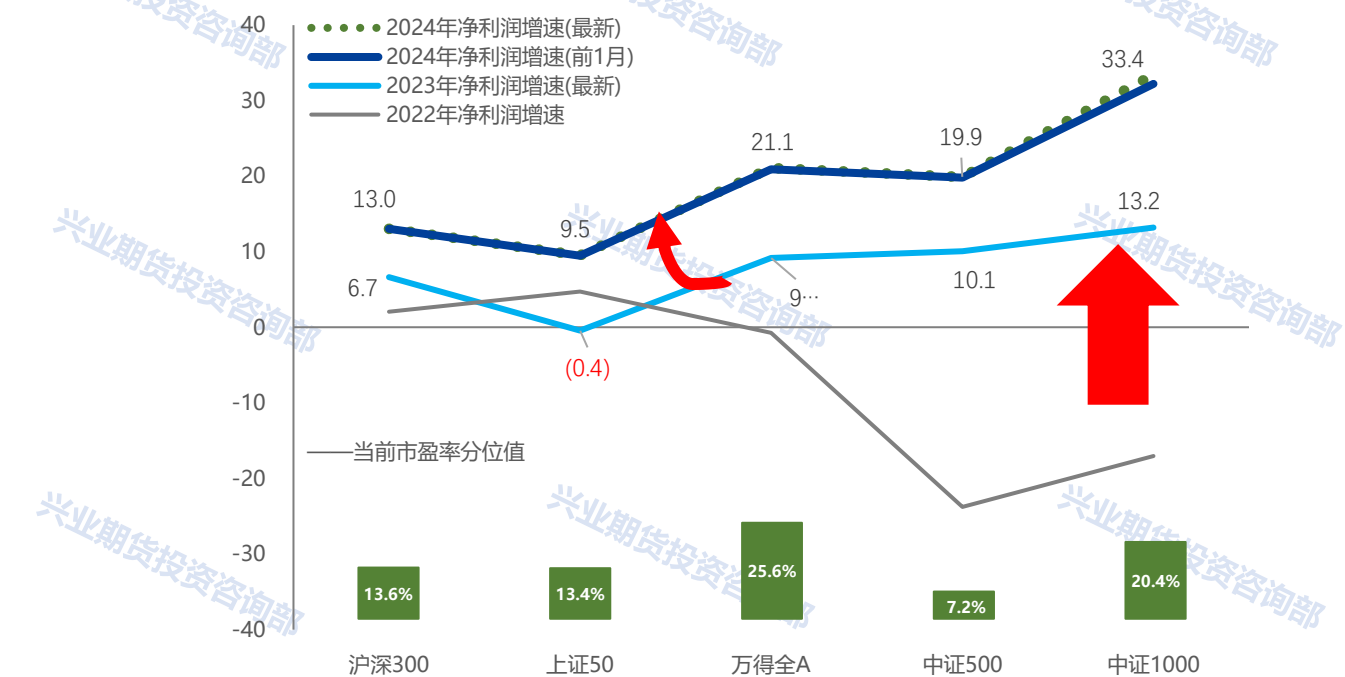


- 按经典股价定价模型，其核心驱涨动能一是估值扩张，二是盈利改善。对前者，与流动性、市场风险偏好有正相关性，考虑到24年国内货币政策总体宽松、预计剩余流动性较宽裕（以M1-PPI增速差为代表，体现为差值走阔），且主要负面不确定因素亦大幅消除，均利于促进A股估值抬升。
- 此外，按相关前瞻指标看、市场普遍认为24年国内经济为慢节奏、温和复苏态势，对应中观面业绩改善依旧明确。结合Wind一致性预期净利润增速、主要指数市盈率分位值看，悲观预期已有较充分定价、而乐观因素则显现不足。故从边际角度看，盈利端的潜在推涨贡献亦较强。

### 国内A股剩余流动性、及走势对比跟踪（截至2023年12月）



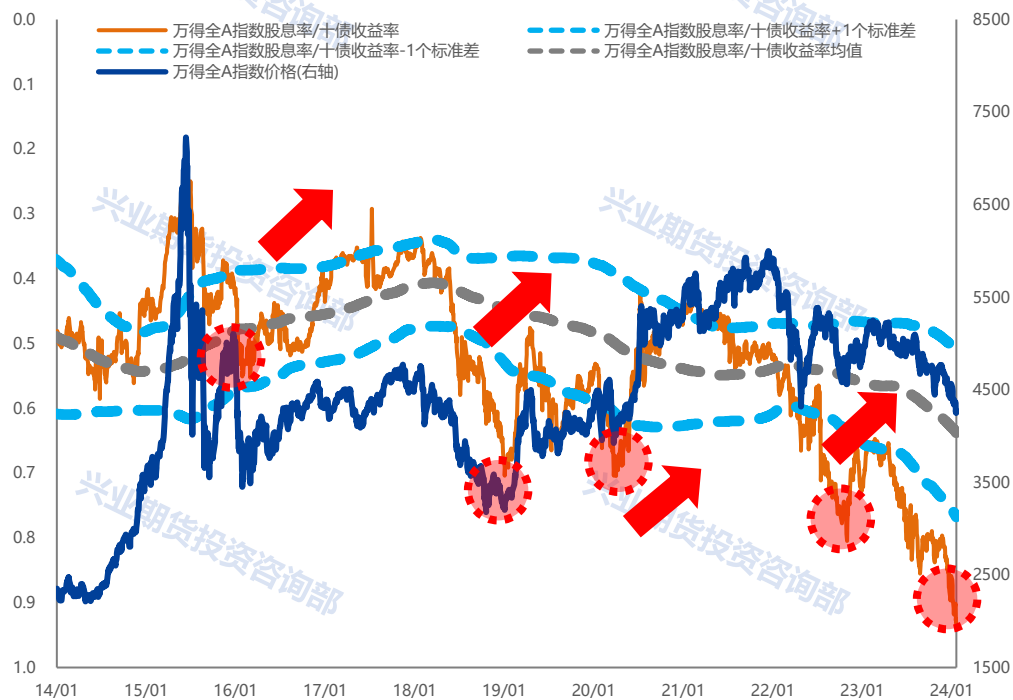
### A股主要指数24年盈利增速预测、估值对比（截至2024.1.19）



## 金融衍生品策略（股指）：回调时长、空间均已较充分，空头策略风险显著加大

- 当前 A 股的股债收益比已远高于均值+1 倍标准差（3 年滚动），从统计特征看，意味避险资产已明显“偏贵”、而风险资产配置价值较前期则仍在大幅提升。
- 再从 A 股历轮大底行情阶段内的时空特征看，本轮主要代表指数调整幅度、持续时间均接近历史极值，预计续跌空间有限、且已临近触底拐点。
- 对应而言，空头策略的收益相当有限、而风险则显著加大。

### 万得全A指数股债收益比、及价格走势对比（截至2024.1.19）



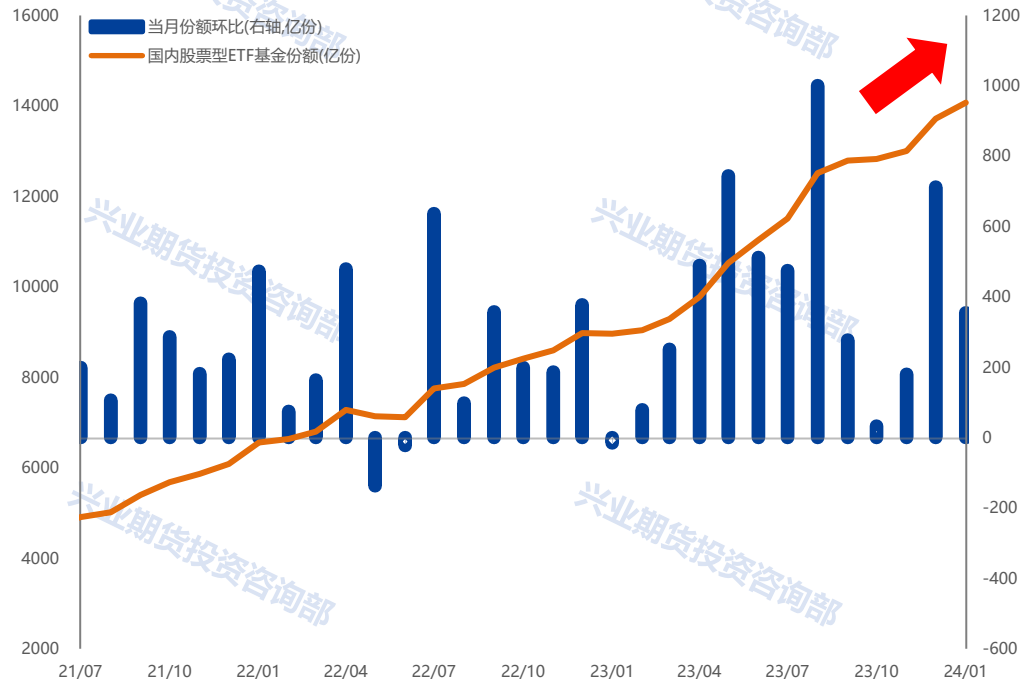
### 国内A股主要指数历轮大底行情阶段内时空特征（截至2024.1.19）

年份	上轮大势行情高点	本轮大势行情低点	下跌时间（月）			最大跌幅（%）		
			上证综指	沪深 300	创业板指	上证综指	沪深 300	创业板指
2005年	2001/6/14	2005/6/6	48.4	/	/	-55.5	/	/
2008年	2007/10/16	2008/10/28	12.6	12.8	/	-72.8	-72.7	/
2014年	2010/11/11	2013/6/25	31.9	31.9	23.8	-42	-43.1	-52.8
2019年	2015/6/12	2019/1/4	43.4	43.5	41.1	-52.9	-47.6	-70.7
均值	/	/	41.2	37.7	32.5	-50.1	-45.4	-61.7
2024年	2021/2/18	2024/1/19	35.4	35.4	30.3	-24.1	-45.6	-52.5

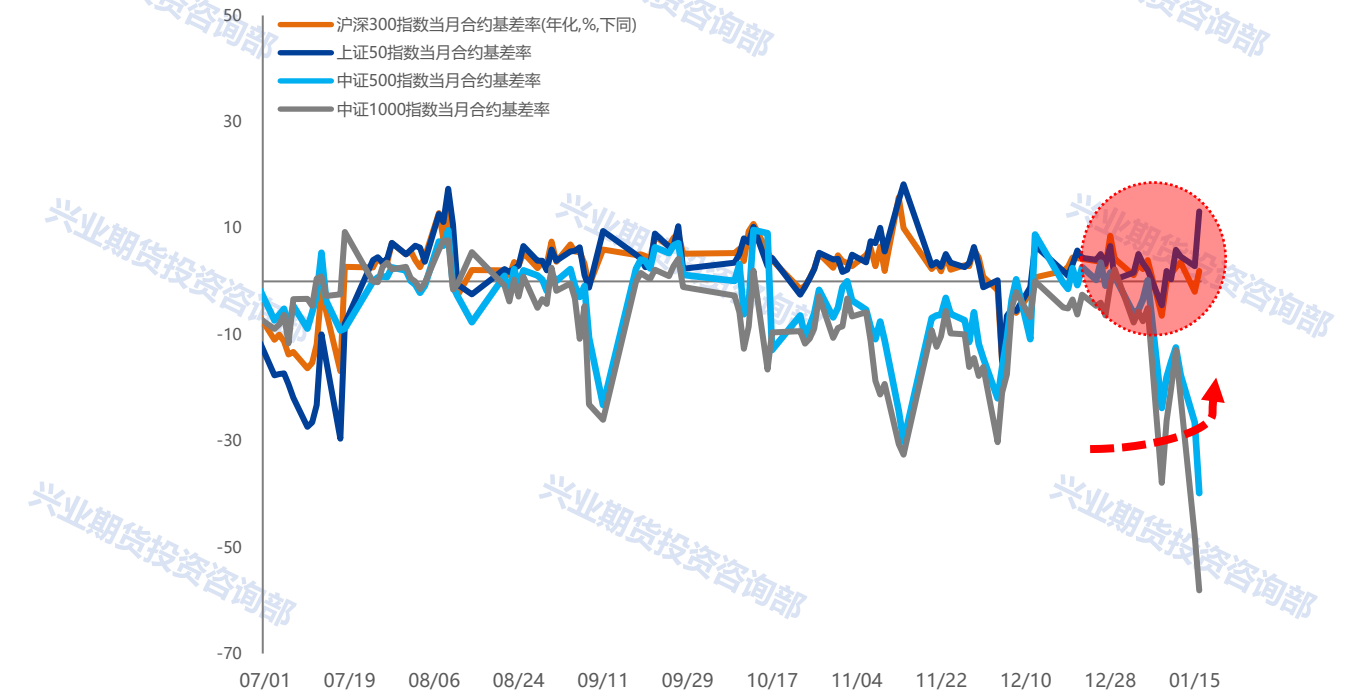
虽然近期A股整体表现不佳、持续调整，但资金面依旧存在积极信号。以被动型股票ETF基金为代表，近月来呈持续净流入状态、且规模较可观，此在一定程度上，印证A股的买入价值正逐步受到认可、且有强化趋势。

另从更为敏捷的股指期货基差率看，以更集中于核心资产的沪深300、上证50指数看，大方向整体维持正向结构，节奏则有短期贴水迅速修复的显著特征，表明市场依旧存在积极、乐观的多头力量。

### 国内股票型ETF基金份额变动情况（截至2024.1.19）



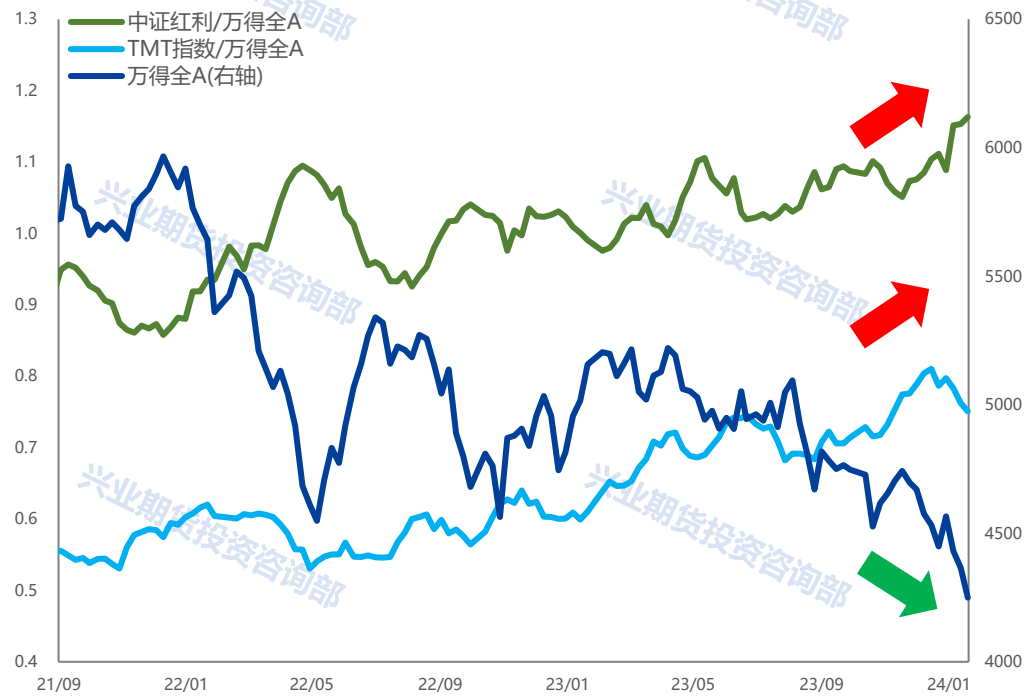
### 国内A股主要股指期货合约基差走势（截至2024.1.19）



从行业配置看，考虑宏观经济修复进程尚有波折、市场信心亦待加强，当前阶段“杠铃型”的策略依旧最适宜。具体而言，一是需配置与基本面弱关联性的行业，以产业政策支持、自身景气度较佳的TMT行业为代表；二是配置防御性较强的行业，以高股息率、盈利预期较稳定的高红利板块为代表。上述思路，可通过2021年下半年A股整体进入跌势、而TMT指数和中证红利指数取得显著超额收益为印证。

再进一步结合以此为基础的“业绩、估值、股息率”定量选股模型，相关具体入选行业在沪深300指数、上证50指数占比最高（分别为43.7%、44.1%）。再考虑前者对阶段性的风格轮动、短期热点题材兼容性更高，仍宜将其视为最优多头。

中证红利、TMT及万得全A指数走势对比（截至2024.1.19）



基于“业绩、估值、股息率”三大维度，相关行业四大股指占比统计（截至2024.1.19）

简称	最新总市值 (亿,2024.1.19)	最新市净率 (LF)分位值	最新市盈率 (TTM)分位值	最新预估净利润 增速(FY1)	最新预估净利润 增速(FY2)	最新预估 ROE(FY1)	最新预估 股息率	沪深300指数 权重占比	上证50指数 权重占比	中证500指数 权重占比	中证1000指数 权重占比	对应A股 市值占比
建筑施工	14067	0.0%	0.1%	11.1%	23.3%	9.0	3.04	2.0	3.1	0.9	1.7	1.7
环保及公用事业	8787	0.0%	0.9%	22.0%	3.7%	7.5	1.83	0.1	0.0	0.9	1.8	1.1
消费电子	12300	0.1%	10.5%	24.9%	54.9%	8.8	1.20	1.8	0.0	2.8	2.0	1.5
保险II	19698	0.2%	11.2%	9.8%	29.9%	9.5	3.84	3.5	8.8	0.0	0.1	2.4
食品	7786	0.4%	1.0%	10.3%	34.3%	11.3	2.07	0.5	1.0	1.3	1.5	0.9
新能源动力系统	12404	0.8%	0.8%	24.8%	35.8%	13.6	0.91	2.9	0.0	1.8	1.6	1.5
工业金属	8147	1.4%	1.9%	13.3%	19.9%	10.8	2.06	0.5	0.0	2.9	2.1	1.0
专用机械	14985	1.7%	0.1%	30.5%	37.6%	9.2	1.11	0.4	0.0	2.0	2.8	1.8
计算机设备	9606	2.0%	0.5%	41.9%	35.5%	9.1	1.44	1.1	0.0	1.7	1.3	1.2
航空航天	7331	2.1%	6.6%	47.5%	35.4%	6.8	0.60	0.9	0.8	2.1	0.9	0.9
证券II	29455	2.3%	29.2%	22.7%	12.5%	6.6	1.51	6.2	3.1	6.4	1.1	3.6
白色家电II	8503	3.0%	4.7%	16.1%	10.3%	20.0	4.31	2.9	1.2	0.0	0.2	1.0
区域性银行	10307	3.5%	3.5%	11.0%	10.0%	11.8	5.07	2.5	0.0	2.3	0.8	1.3
通用设备	10558	7.9%	0.5%	32.5%	40.1%	8.1	0.97	0.2	0.0	1.9	2.9	1.3
通信设备	8912	11.5%	17.7%	18.3%	42.3%	8.4	0.82	1.0	0.0	1.7	2.1	1.1
电源设备	17497	11.6%	3.3%	16.7%	21.1%	14.1	2.14	3.3	3.7	2.3	1.9	2.1
中药生产	9841	11.8%	22.9%	40.4%	37.2%	8.4	1.68	1.3	1.1	1.5	2.6	1.2
电气设备	14850	14.4%	0.5%	16.2%	18.2%	10.8	1.27	1.9	2.5	2.2	2.8	1.8
其他军工II	7904	36.5%	18.5%	47.8%	54.9%	7.1	0.70	0.7	0.0	2.9	2.1	1.0
酒类	38267	41.0%	34.6%	19.8%	20.8%	24.4	2.59	10.1	18.7	0.7	1.0	4.7
相关筛选行业四大股指权重占比合计(剔除净利润增速过低或下年度大幅下修、ROE值及股息率过低行业)								43.7	44.1	38.2	33.1	33.1



# 橡胶

RU

01

车市需求预期乐观，半钢胎去库相对顺畅

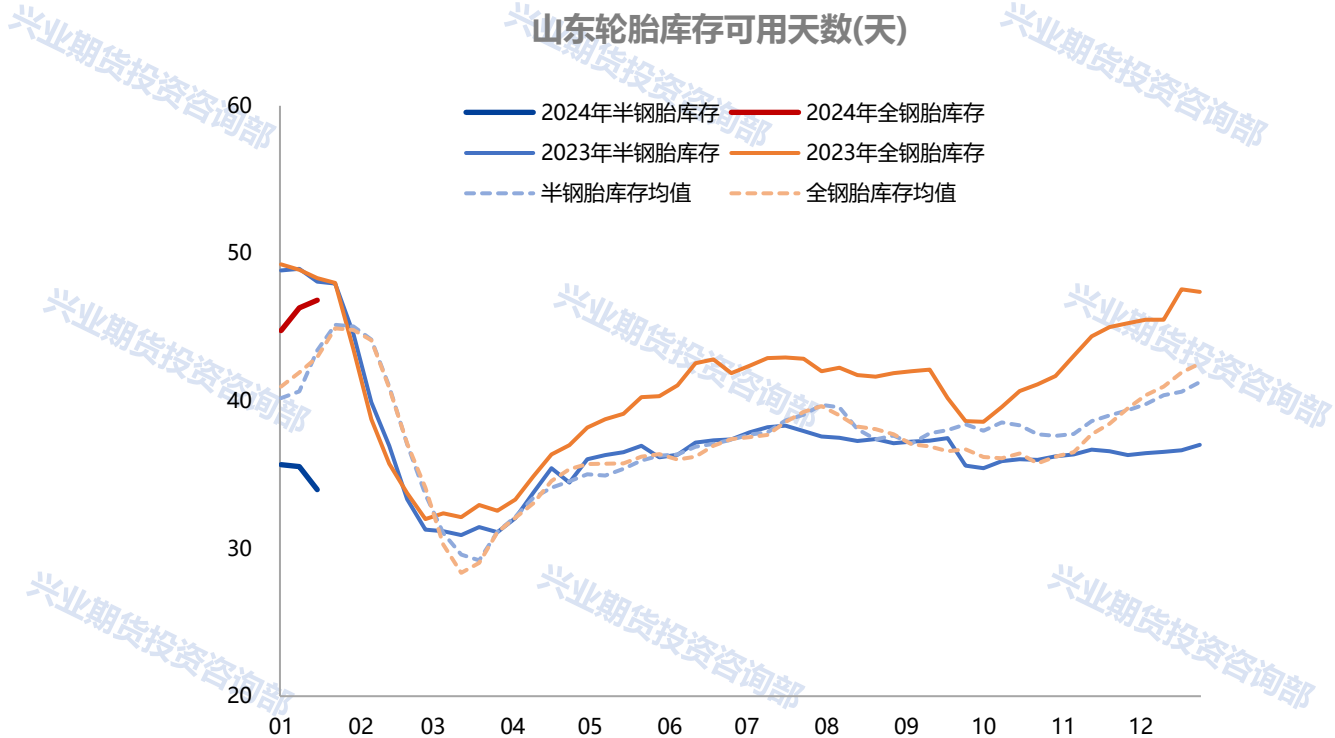
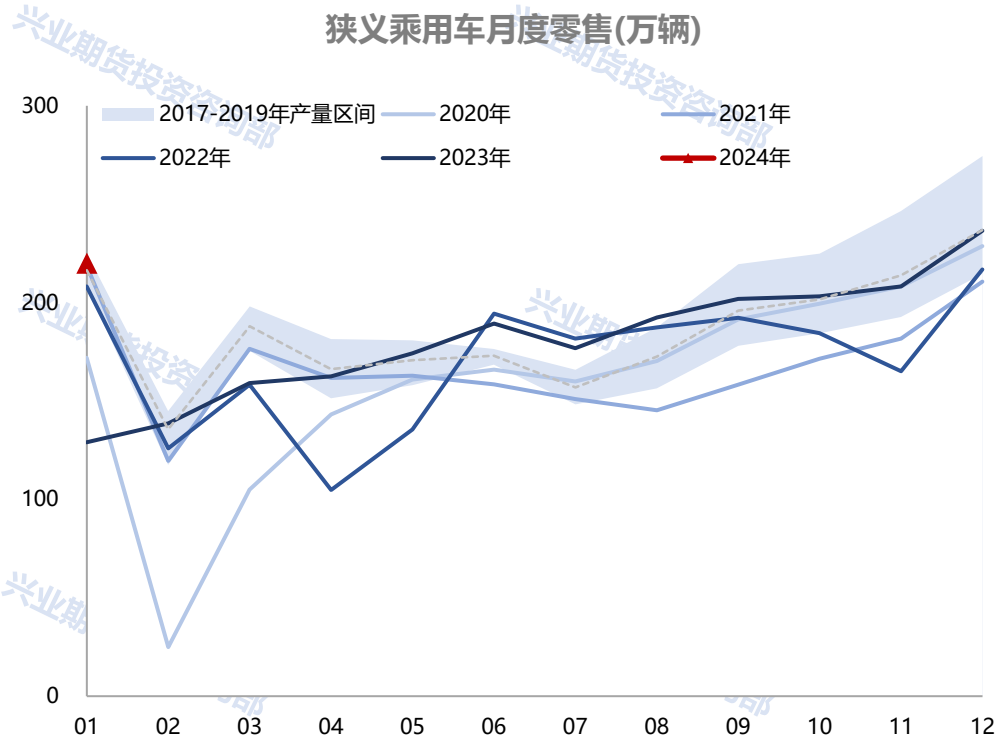
02

泰国原料价格高位攀升，气候因素影响显现

03

沪胶仓单维持低位，基本面积极因素占优

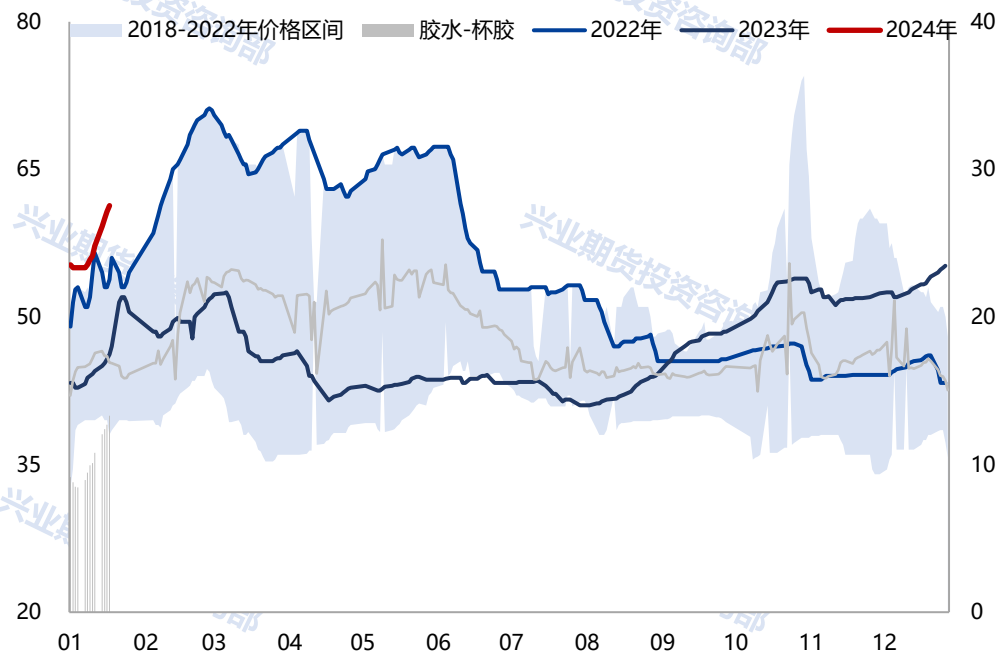
需求方面，受基数效应影响，乘联会预估1月乘用车零售环比回落15.3%、同比大增70.2%，汽车工业复苏势头不改，工信部表态将通过落实车购税减免、新能源车下乡等优惠措施继续推动车市发展，橡胶终端需求预期乐观；而全钢胎累库速率放缓，半钢胎库存处于近年同期最低水平，考虑今年农历新年偏晚，轮胎企业开工积极性尚佳，需求传导亦较为顺畅。



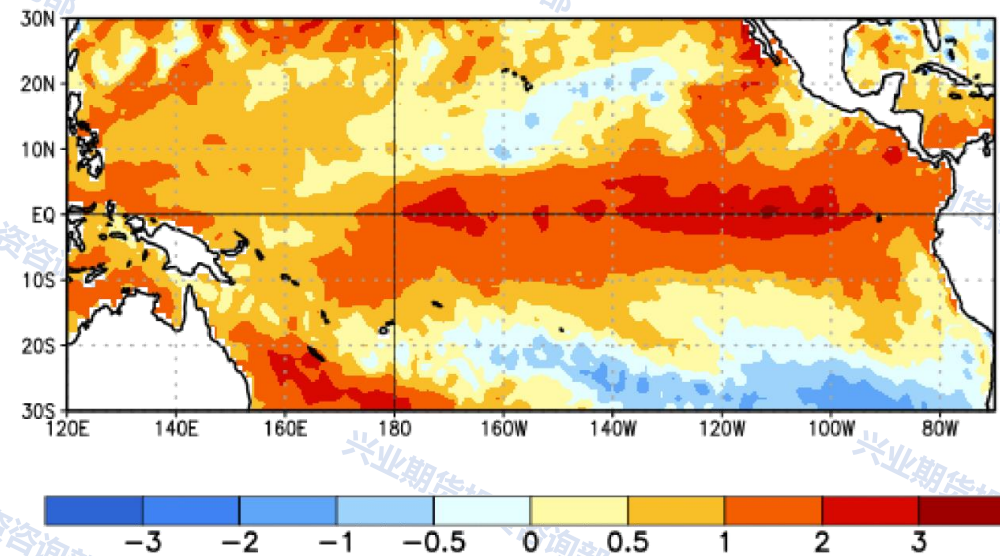


供应方面，云南及海南产区悉数停产，东南亚各国陆续进入减产期，ANRPC天胶产出季节性回落，而环太平洋地区气候影响尚存，本轮厄尔尼诺事件将持续至一季度末至二季度初，极端天气发生概率不减；当前泰国合艾胶水价格高位攀升、续创同期峰值纪录，原料供应收紧预期升温。

### 泰国胶水价格走势及原料价差(泰铢/公斤)



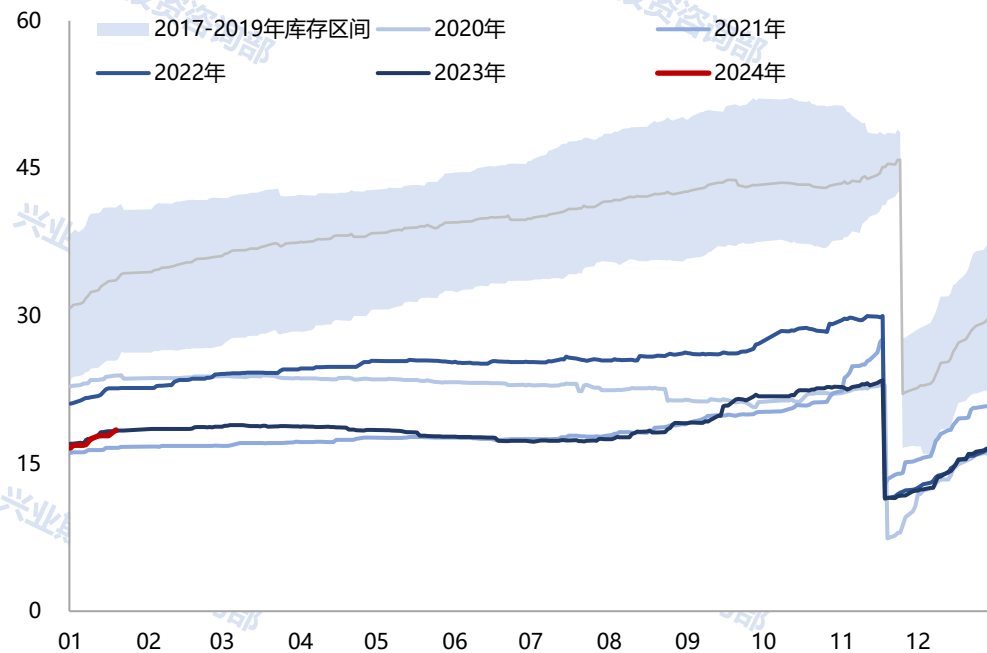
### 环太平洋地区海温指数异常值



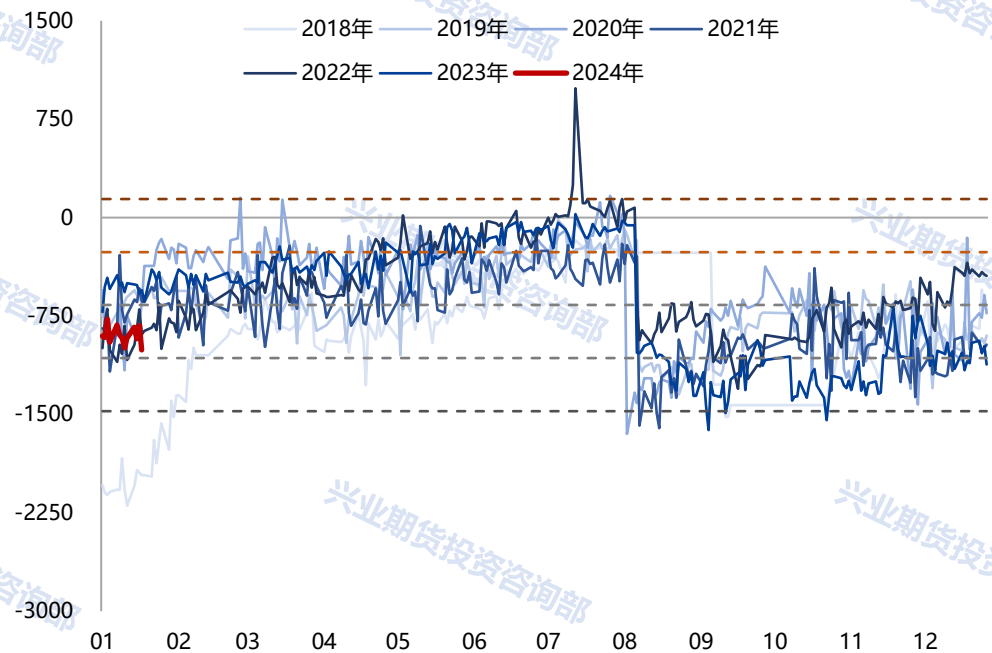


- 库存方面，青岛一般贸易库存入库率增长带动港口连续两周累库，但国内停割制约云南现货库存增长及沪胶仓单注册意愿，橡胶库存端暂无压力。
- 综合来看，乘用车市场维持增长，轮胎企业开工意愿尚可，而国内产区停割、海外原料价格高企，供减需增预期驱动橡胶价格上行，但考虑当前沪胶基差存在收敛可能，现货价格或强于期货走势。

### 天然橡胶期货库存(万吨)



### 国产全乳胶基差走势及统计特征





# 聚氯乙烯

V

01

产量保持稳定，库存无明显变化

02

下游开工率降低，节前需求偏弱

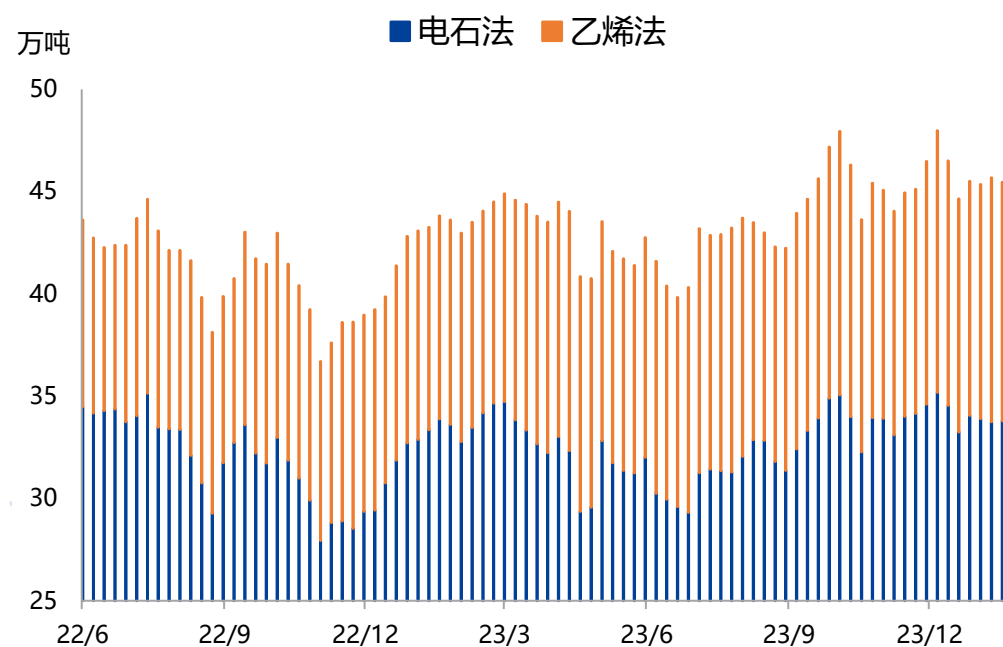
03

成本支撑作用较强，波动率持续降低

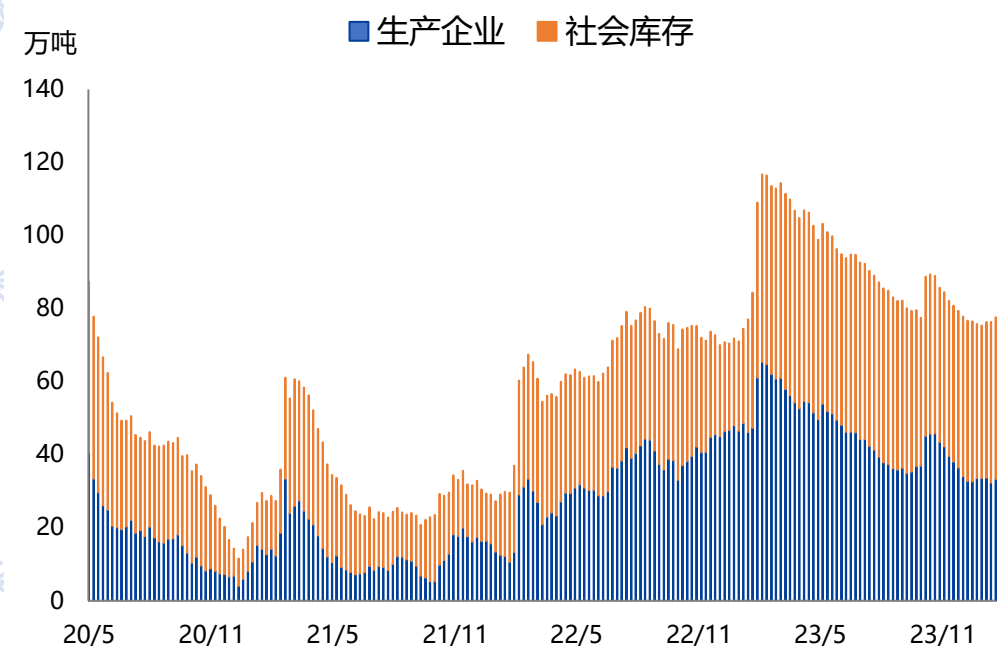
元品化工如期重启, 新增苏州华苏和沧州聚隆临时停车一周, PVC周度开工率下降0.37%, 产量增加0.21万吨至45.47万吨。下周苏州华苏和沧州聚隆计划恢复, 产量预计提升至46万吨。春节之前检修计划较少, 产量保持在45万吨以上的高水平, 供应端偏利空。

近一周生产企业库存和社会库存保持稳定。生产企业库存处于68% (+1%) 分位水平, 社会库存处于90% (+1%) 分位水平。高库存仍然是限制上涨的主要因素, 另外春节期间上中游库存将被动积累, 如果春节后社会库存积累超过10万吨, 建议多单暂时离场。

### 产量小幅增长 (截至1.19)

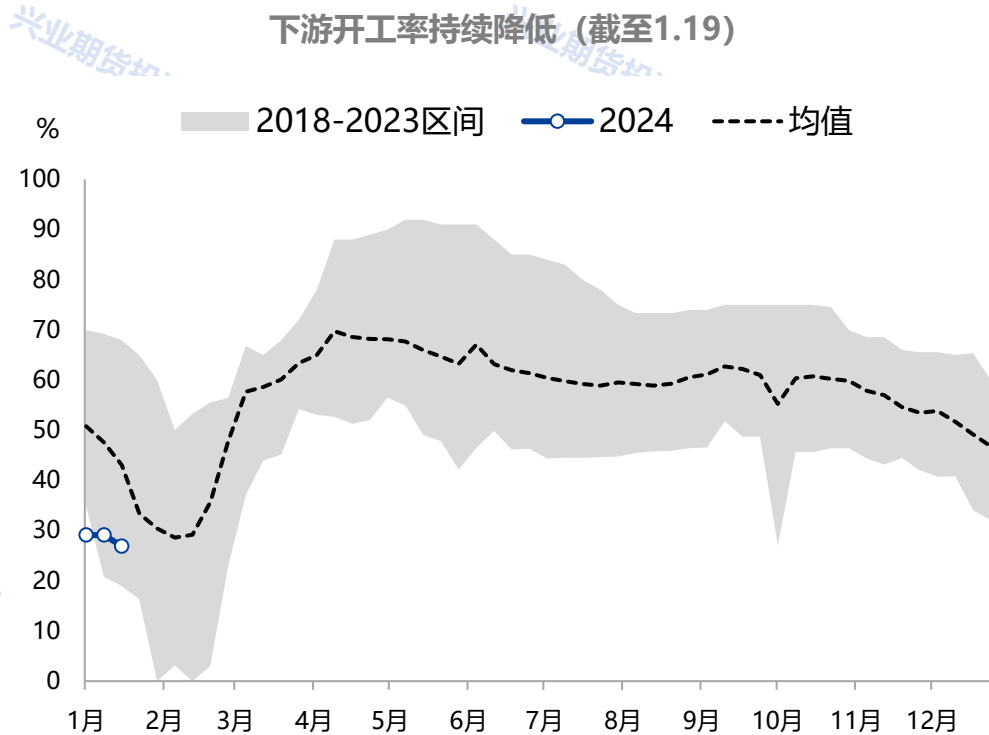


### 库存无明显变化 (截至1.19)



## 能源化工品种策略 (PVC) : 下游开工率降低, 节前需求偏弱

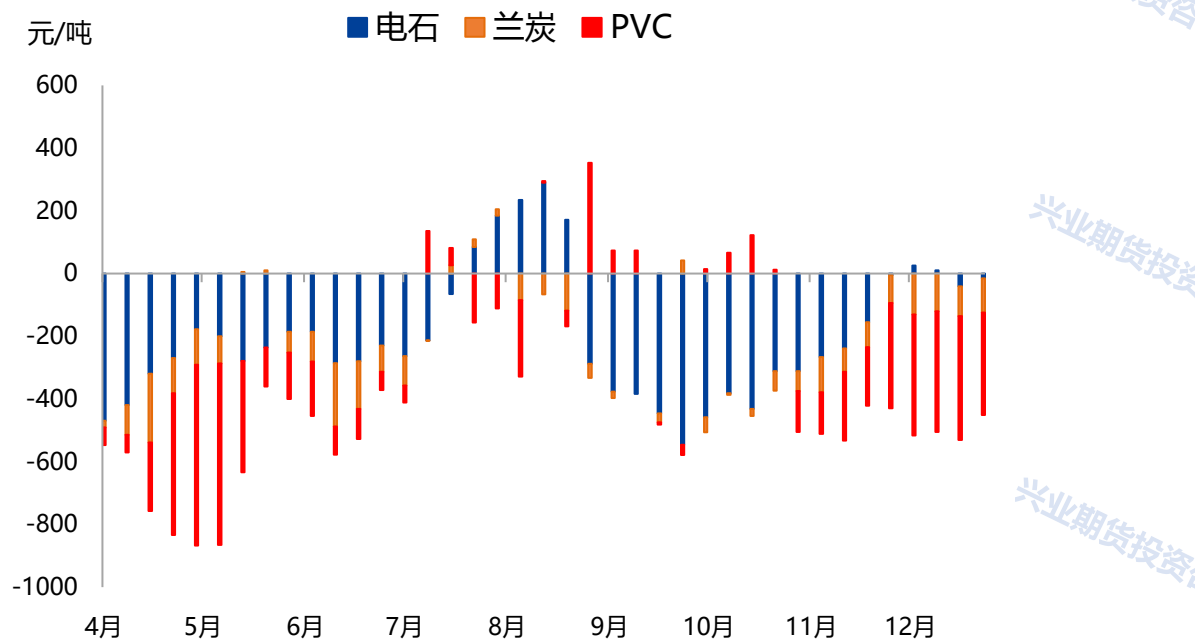
- ▣ PVC下游开工率降低2.18%，其中薄膜下降1.25%，管材下降2.31%，型材下降0.56%。腊八节后，下游尤其是北方企业陆续开始放假。从去年开始下游企业订单明显减少，仅部分出口企业尚有订单持续跟进。根据隆众统计，今年多数下游企业将于下周开始放假3周，春节前需求预计偏弱。
- ▣ PVC现货预售量为69.4 (+10.3) 万吨，达到去年8月以来最高，主要因春节前下游集中采购。本周出口签单量为0.97万吨，远低于上周的2.64万吨，由于内外价格倒挂，一季度出口需求很难显著增长，因此外需表现也偏弱。



□ 供应紧张缓和，兰炭价格下跌30元/吨，西北电石价格下跌50元/吨，电石法成本下降50元/吨至5780元/吨。液氯和乙烯价格稳定，乙烯法成本维持在5870元/吨。PVC现货和期货价格紧贴成本线，成本支撑是做多PVC的核心理由。

□ PVC期货指数的20日历史波动率进一步下降至10.7%，达到2016年以来的6%分位水平。根据均值回归特征，低波动率持续时间越长，未来波动率显著上升的可能性越高，参考2016年和2019年行情，今年一季度PVC期货历史波动率大概率上升，价格波动也将加剧。考虑到当前期货估值较低，做多赔率更高。

### PVC亏损扩大 (截至1.19)



### 波动率持续下降 (截至1.19)





# 沪铝

AL

01

北方重污染天气反复，氧化铝价格波动加大

02

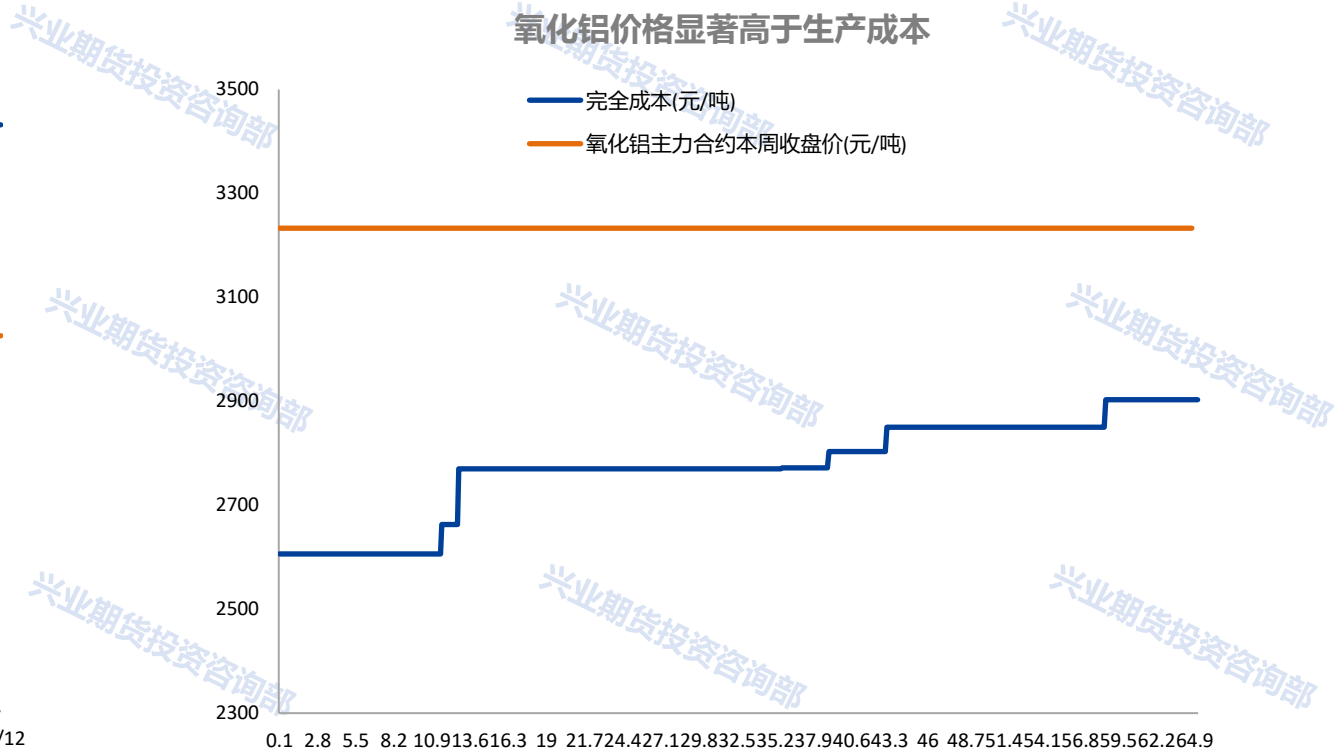
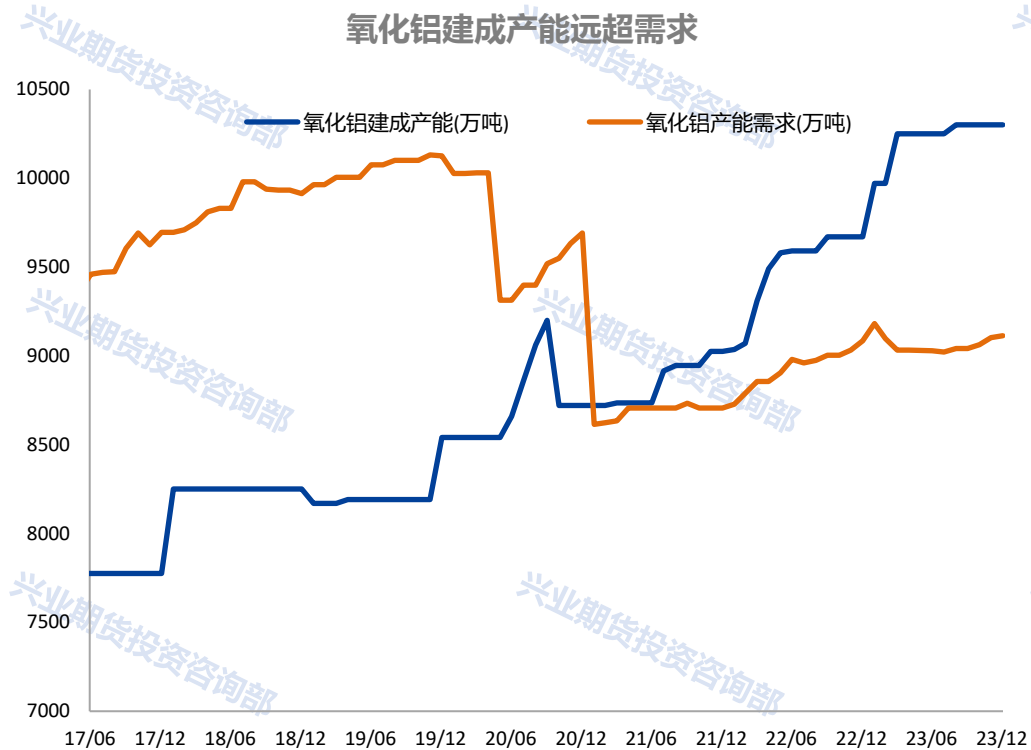
电解铝供给刚性叠加低库存，价格向上确定性更高

03

需求端仍存结构性亮点，下游开工率尚可

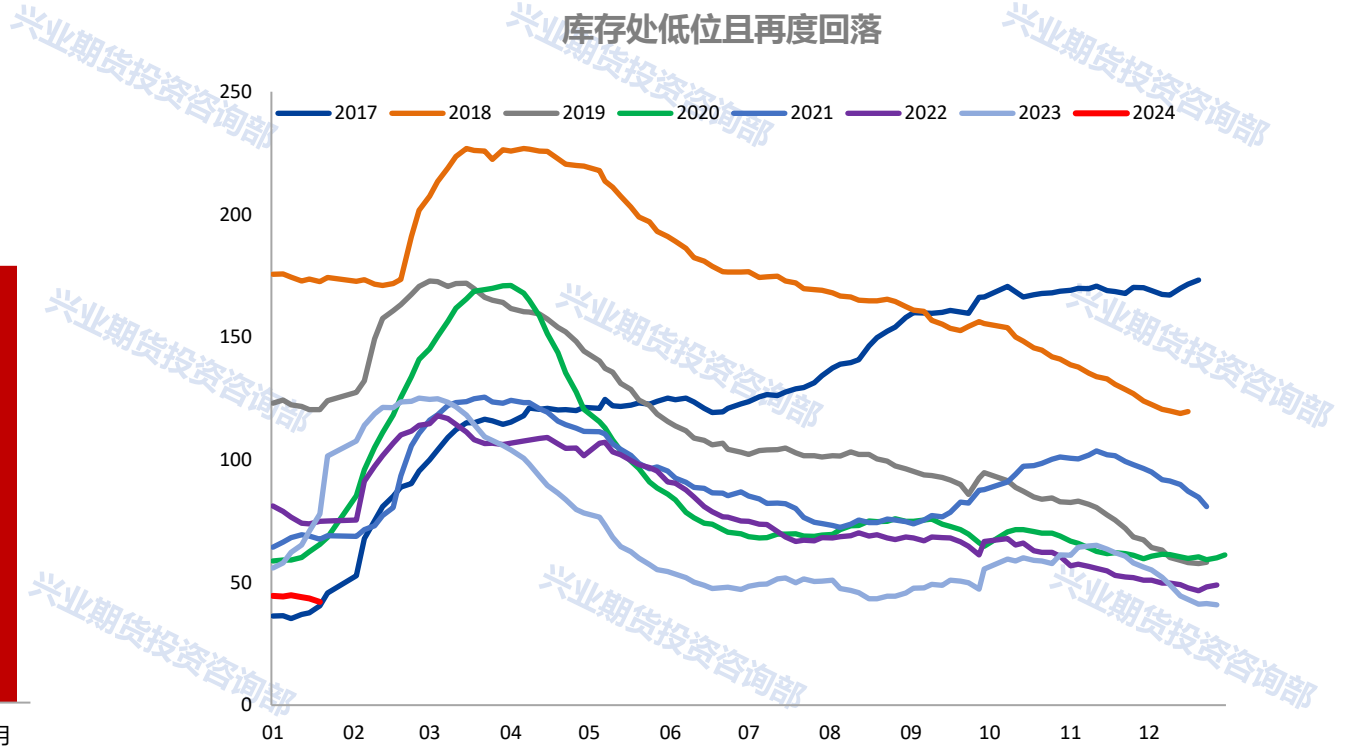
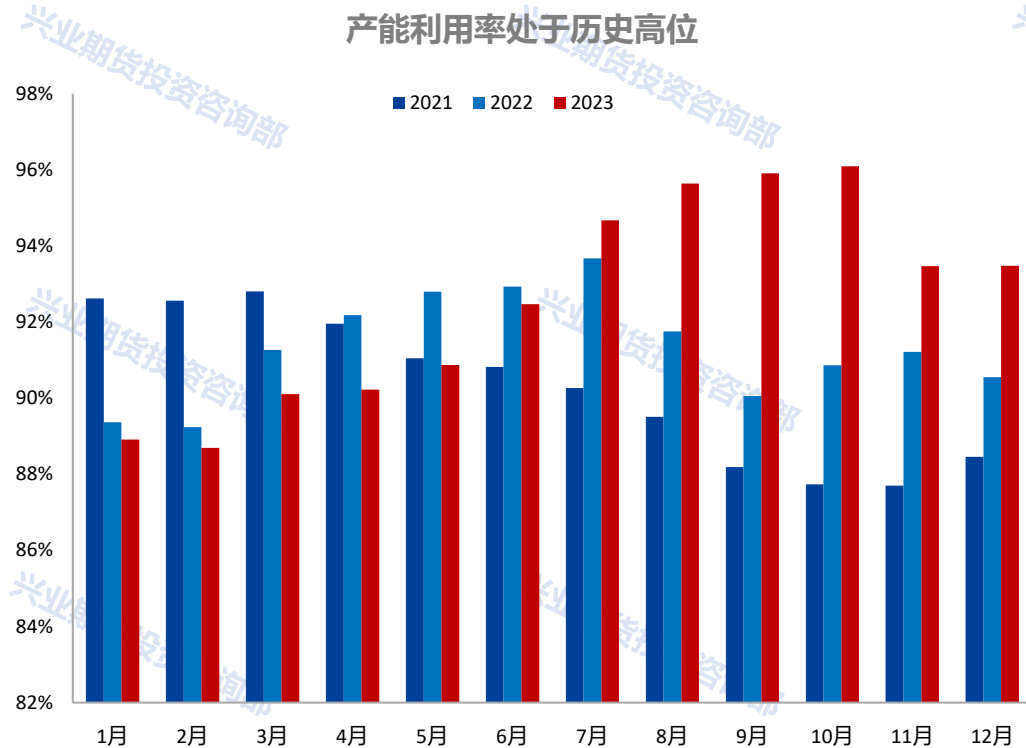
受季节性天气因素的影响，供给端受开工因素扰动的担忧在冬季仍将辉县。但从中长期来看，目前氧化铝建成产能已经显著高于下游需求，在电解铝产能天花板下，氧化铝过剩格局将进一步加剧。

且从价格角度来看，虽然近期氧化铝价格有所回落，但最新期货主力合约收盘价仍显著高于生产成本，价格向上空间有限。





- 若氧化铝供给发生实质性短缺，那必将传导至电解铝。但与氧化铝不同，目前电解铝产能天花板明确，且开工率已经处于历史偏高水平，供给刚性较强，一旦发生供给短缺问题后，产能难以出现快速抬升。
- 且本周电解铝库存再度出现回落，而绝对值仍处于历史偏低水平，在低库存结构下铝价向上弹性进一步打开。



虽然地产竣工端对铝需求可能存在拖累，但新能源板块中汽车、光伏等需求仍将延续乐观，总需求预计将保持增长。此外从铝材加工率情况来看，整体略好于历史平均水平，需求端暂无拖累。

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
铝合金开工率(%)												
2018	60.76	50.24	62.18	63.11	63.01	57.75	56.75	54.90	56.55	53.34	54.39	52.26
2019	53.12	42.11	55.88	56.91	54.11	49.52	49.67	48.75	53.24	55.68	57.53	56.79
2020	41.33	12.00	39.80	47.02	46.83	46.59	45.82	49.81	53.88	55.20	55.08	51.94
2021	55.80	31.98	50.55	53.44	49.98	48.43	48.01	43.48	41.15	40.26	45.85	47.00
2022	47.22	39.83	43.39	35.81	38.24	38.60	37.18	29.50	44.63	41.97	42.76	52.16
2023	29.16	44.10	57.20	56.26	54.26	52.28	53.21	53.20	56.09	56.18	58.33	57.29
铝型材开工率(%)												
2018	59.31	35.34	62.63	61.23	61.47	58.05	54.56	53.38	54.11	56.30	55.39	53.82
2019	33.32	25.07	55.02	57.35	58.16	56.37	53.67	53.14	54.77	55.75	58.41	57.33
2020	30.73	13.23	51.71	59.47	60.05	58.26	54.70	51.80	53.65	53.73	54.44	55.79
2021	50.83	38.32	50.92	57.72	57.99	52.61	52.00	51.88	51.14	53.13	54.38	53.73
2022	51.23	41.69	49.92	53.19	56.20	57.33	53.40	51.06	52.86	53.38	52.78	51.08
2023	34.63	50.67	55.02	54.52	50.52	50.41	50.74	49.10	53.32	49.70	53.80	51.76
铝板带箔开工率(%)												
2018	65.20	47.80	63.40	67.60	65.20	63.40	58.86	61.20	63.20	65.70	70.10	72.11
2019	52.80	50.20	72.60	74.80	73.20	67.10	63.20	61.55	65.20	65.80	65.80	58.70
2020	51.43	38.07	58.30	75.60	64.99	65.20	63.05	65.26	72.76	70.43	67.83	65.62
2021	68.38	54.67	72.42	78.23	76.68	73.77	72.34	73.59	72.52	72.13	72.39	73.19
2022	72.77	71.46	72.21	71.76	73.28	68.28	67.82	65.95	70.01	67.88	64.32	62.03
2023	53.24	64.91	69.31	67.59	66.35	64.89	64.69	60.80	66.95	68.44	74.48	71.37

# 碳酸锂

LC

01

供应缩减预期落地，资源释放速率生变

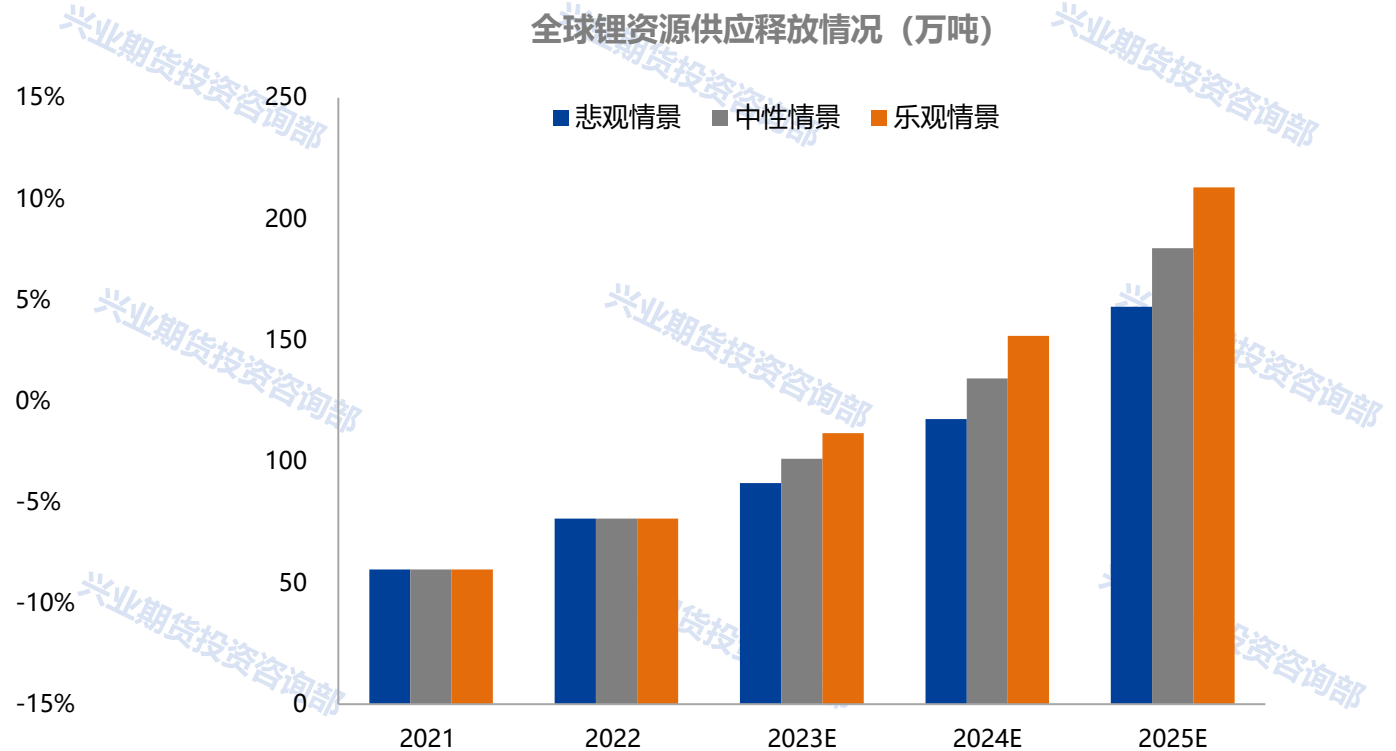
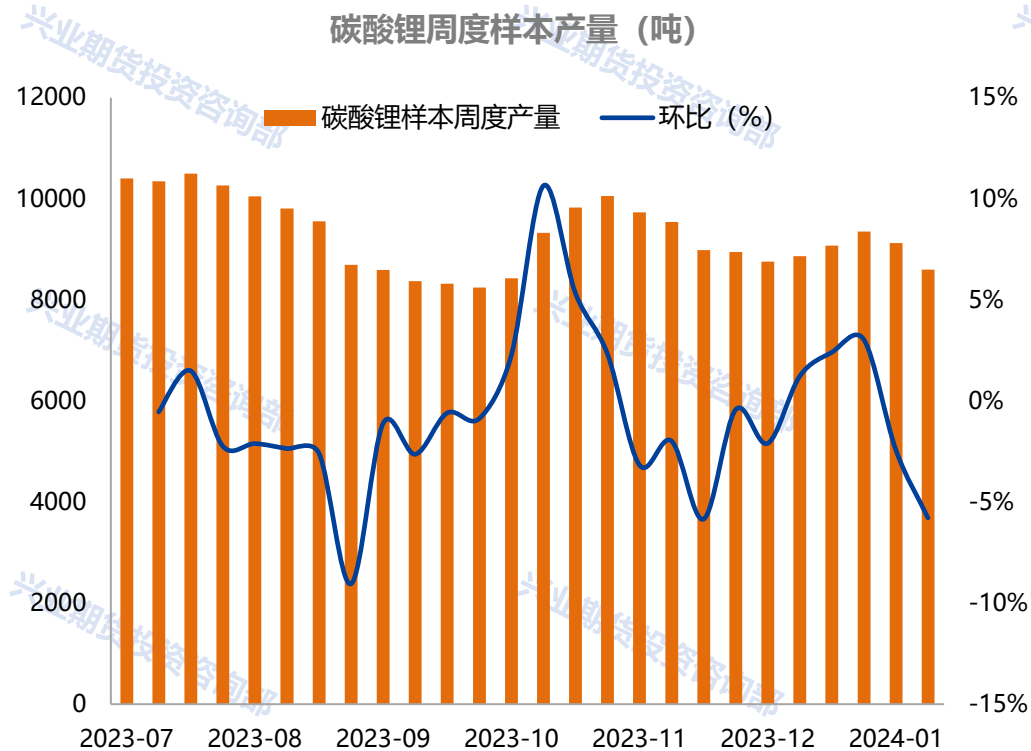
02

材料环节开工率下滑，动力电池保持累库趋势

03

上游库存呈结构性分化，价差结构发生显著转变

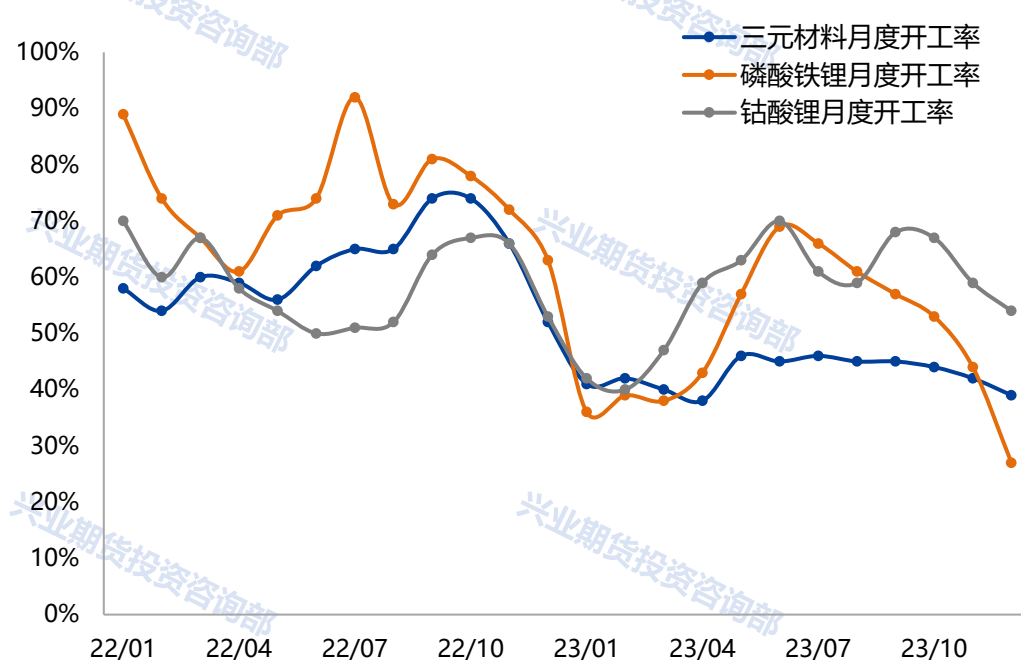
- 近期产量方面，前期产量增长已结束，供应缩减趋势明确。月初仓单注册意愿增强，电碳需求有所升温，导致产量呈现小幅上涨。但整体行业仍处于生产淡季时点，生产厂家持续增产概率极低，短期内仍将保持在生产集中供给下游长协的格局。
- 远期产能方面，新增项目释放仍存变数，锂价走势将影响企业投产决定。近期已出现多起供应扰动事件，全球锂盐生产发生延期或暂停的情况；由于锂价已逐步逼近冶炼一体化项目生产成本，已发生采取削减资本开支方法来降低企业经营压力。



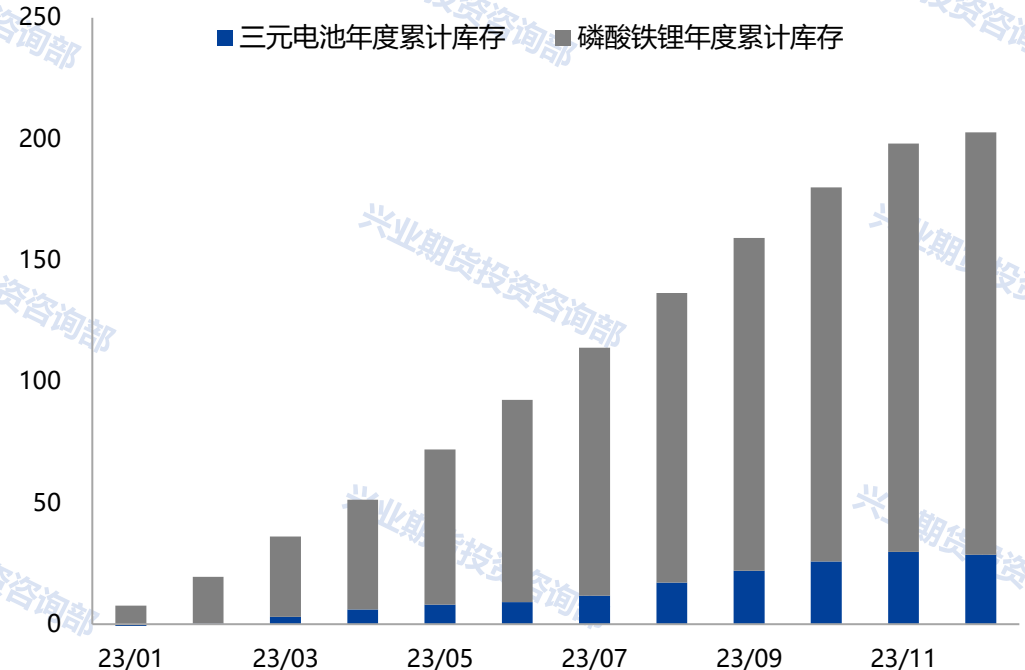
❑ 正极材料方面，该环节竞争已进入白热化阶段，产能过剩现象较为严重。正极材料厂家纷纷采取以销定产的生产策略，由于下游环节库存积压问题导致材料厂排产计划明显低于同期。于此同时，锂电产业链的季节性生产淡季预计也将延续一段时间。

❑ 动力电池方面，不同技术路线库存差异化明显。虽动力电池行业整体呈现累库趋势，但细分领域累库情况存在显著不同。具体看，三元电池因下游客户集中且生产平稳使得库存水平正常，铁锂电池因客户分散且产能大幅扩张导致累库速率有所加快。

### 中国正极材料行业开工率 (%)

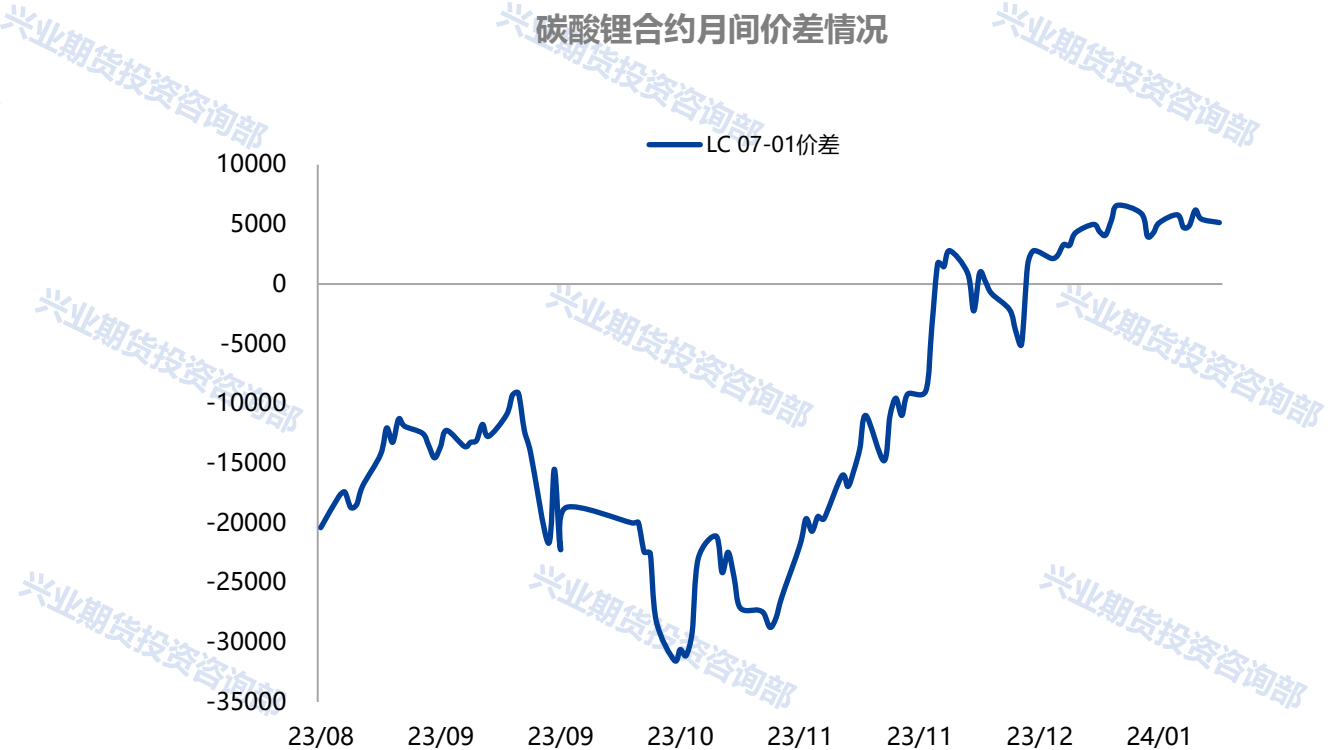
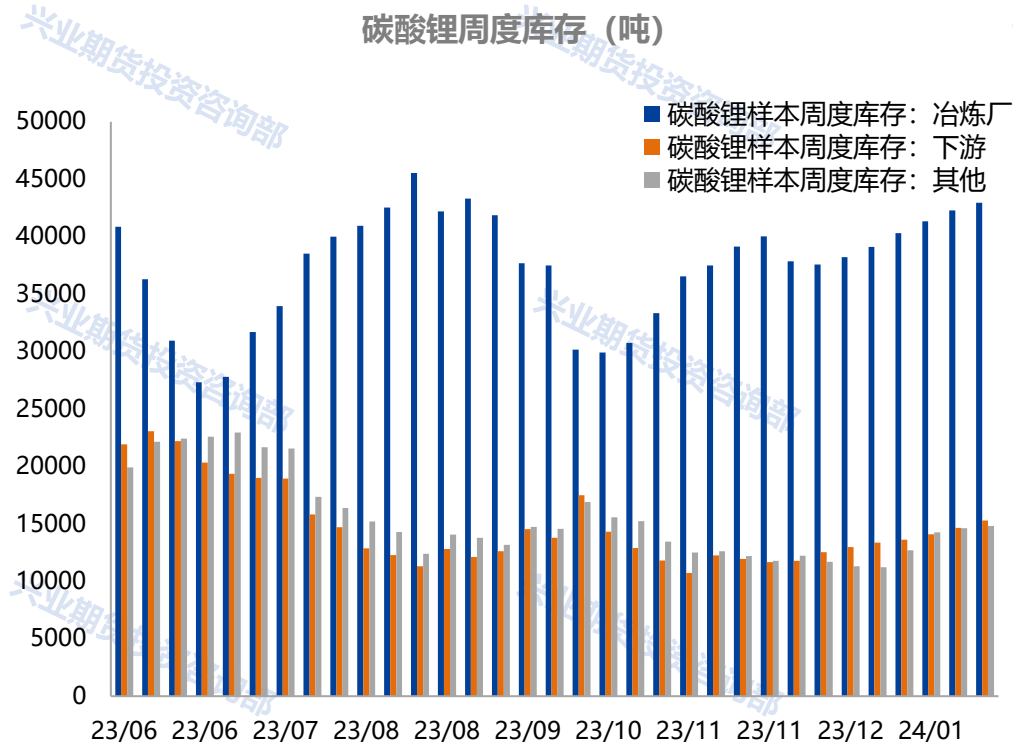


### 中国动力电池累计库存情况 (GWh)



□ 库存水平方面，上游持续累库动作，下游备货意愿增加。近期冶炼厂库存增长集中在盐湖及辉石路线，云母和回收提锂因利润极薄使得累库动作较难发生。部分材料厂家发生需求前置，若目前价位下游接受度提高将存在补库行为提前发生的概率。

□ 月间价差方面，远期合约小幅升水格局已经确立。去年下半年市场交易未来供应过剩的强烈预期，远期合约呈现深度贴水；但供给侧扰动的持续发酵导致市场对后续的供需平衡逐步做出预期修正，而仓单定期注销的机制也有力支撑远期升水格局。



# 铁矿

01

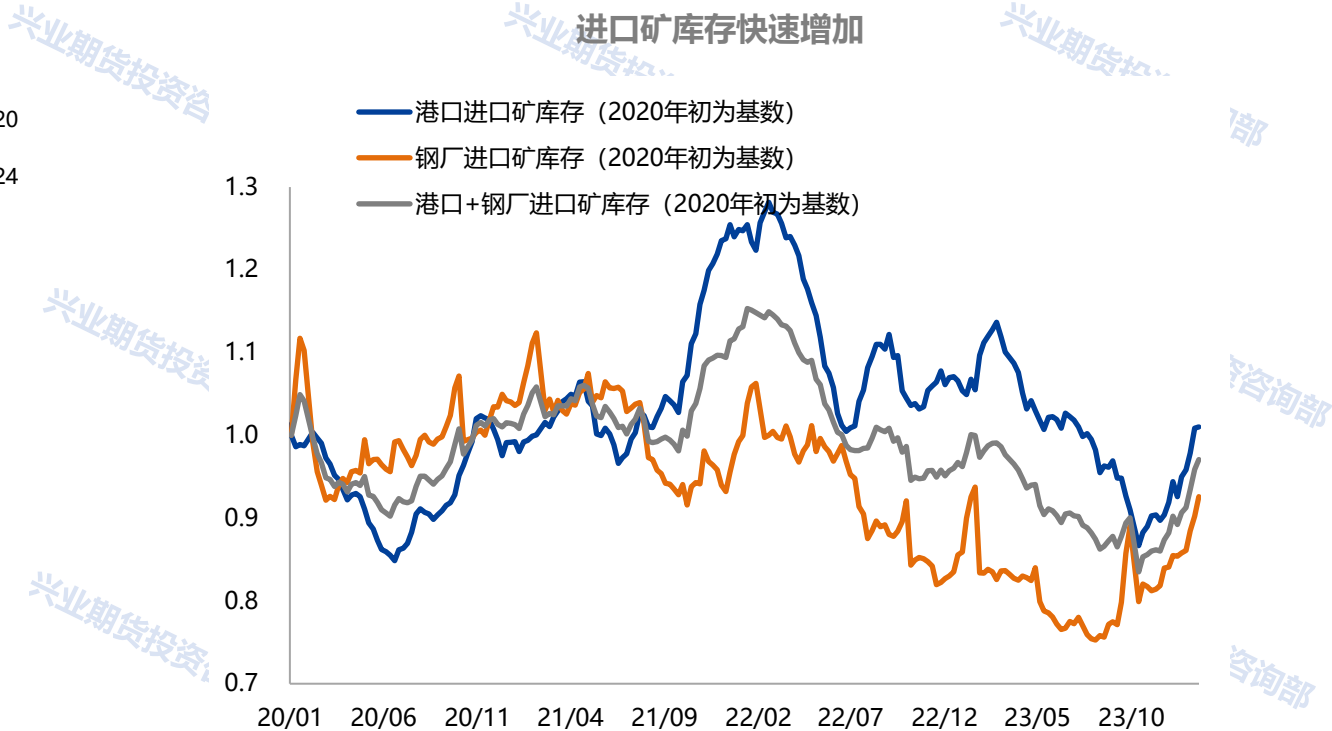
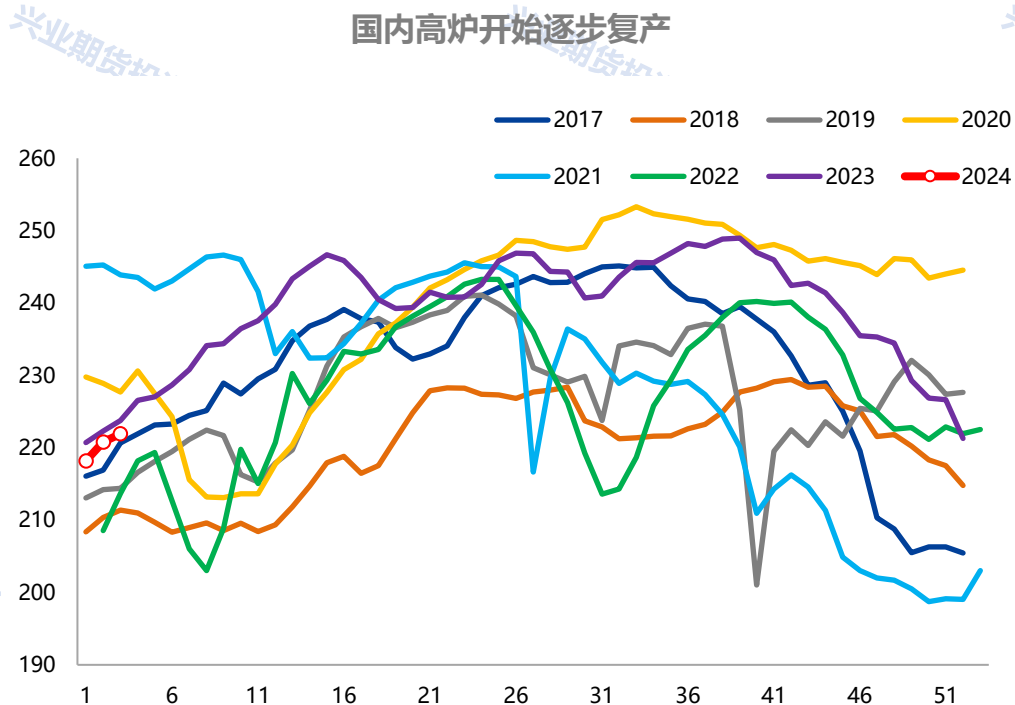
高炉缓慢复产，进口矿库存快速增加

02

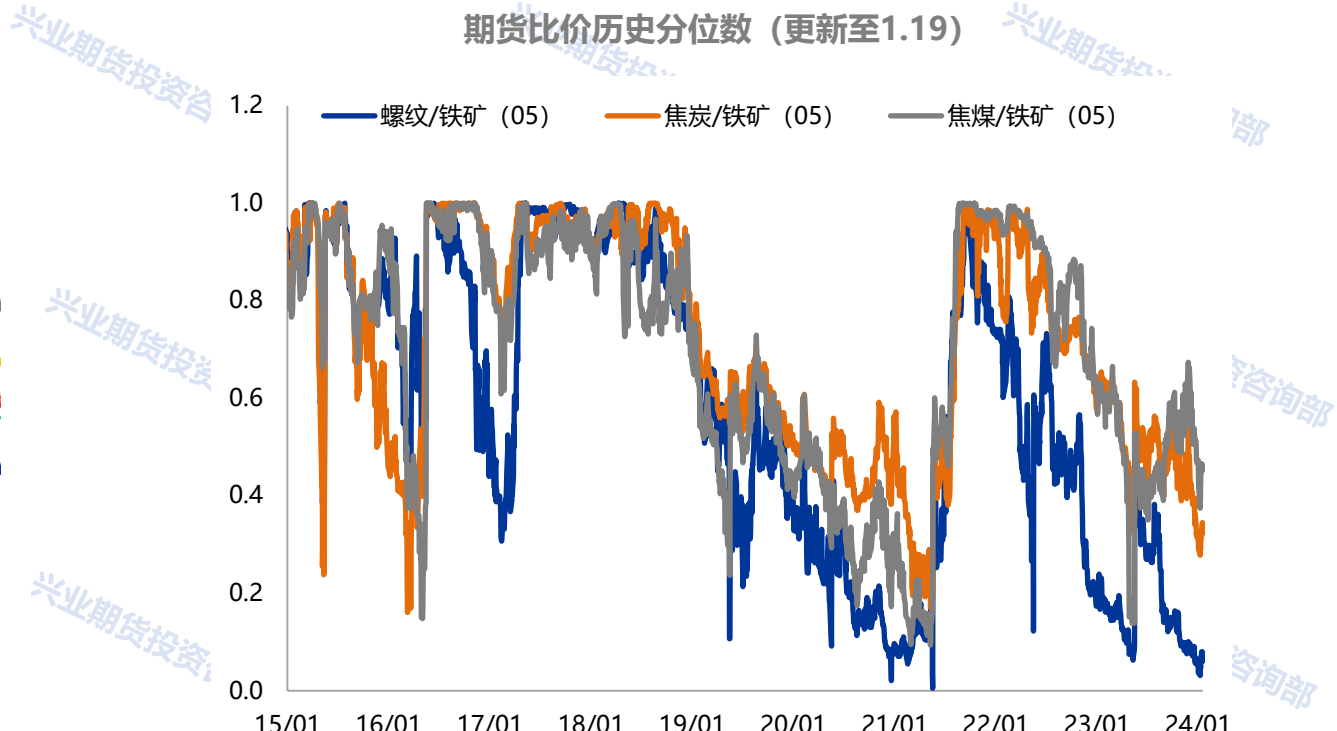
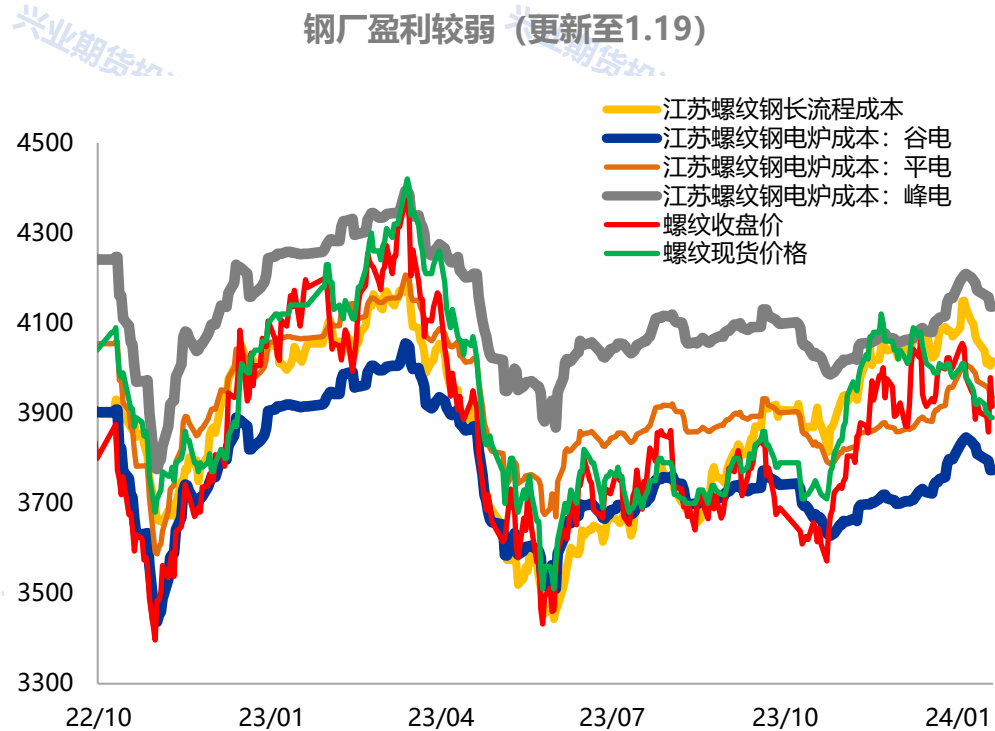
铁矿估值偏高，下修风险相对较高



- 国内高炉逐步复产，钢联口径铁水产量已连续两周回升，后续复产趋势较明确。
- 随着进口矿到港季节性回升，以及钢厂原料补库，进口矿库存快速回升，但仍低于去年同期。

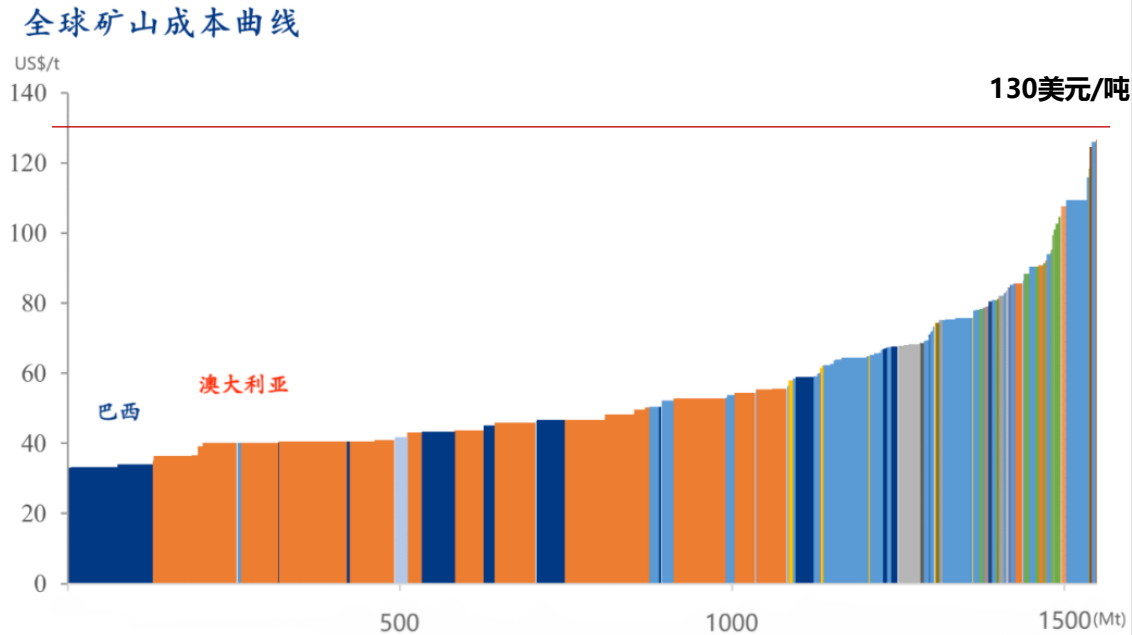


- 目前铁矿主要风险在于估值。
- 从相对估值角度看，在钢厂普遍盈利较弱的情况下，产业链其他品种期货主力价格与铁矿期货主力价格的比值均处于较低水平，尤其是螺纹/铁矿比值，接近供给侧改革以来的最低值。如若终端需求强度无法支撑螺纹估值上修，那么原料，尤其是铁矿估值下修的风险较高。

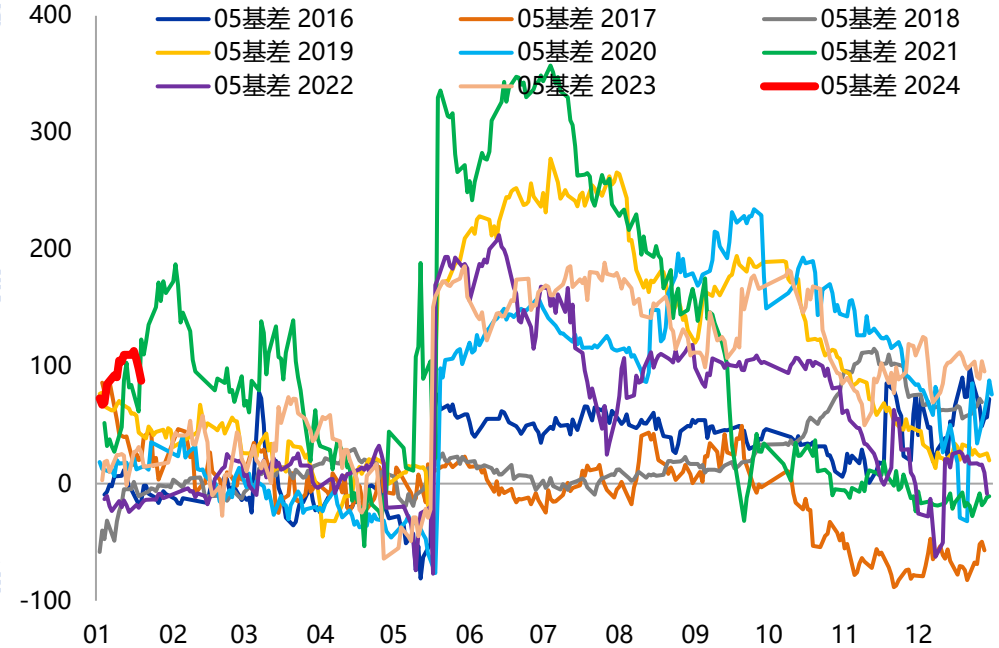


- 从绝对价格看，当前美金价格仍高达130美金，全球矿山基本都有生产利润，可能将刺激今年非主流矿的供应。
- 目前看，铁矿现货估值高于期货，期货估值又高于产业链其他品种期货。高估值可能已提前反映了基本面的利多预期，一定程度上也增加了不及预期后调整的风险。基于此思路，铁矿逢高试空的思路相对更优。

### 全球矿山成本曲线（钢联整理）



### 铁矿05合约基差





# 纯碱

SA

01

新产能投放趋缓，但供给增长空间仍较充足

02

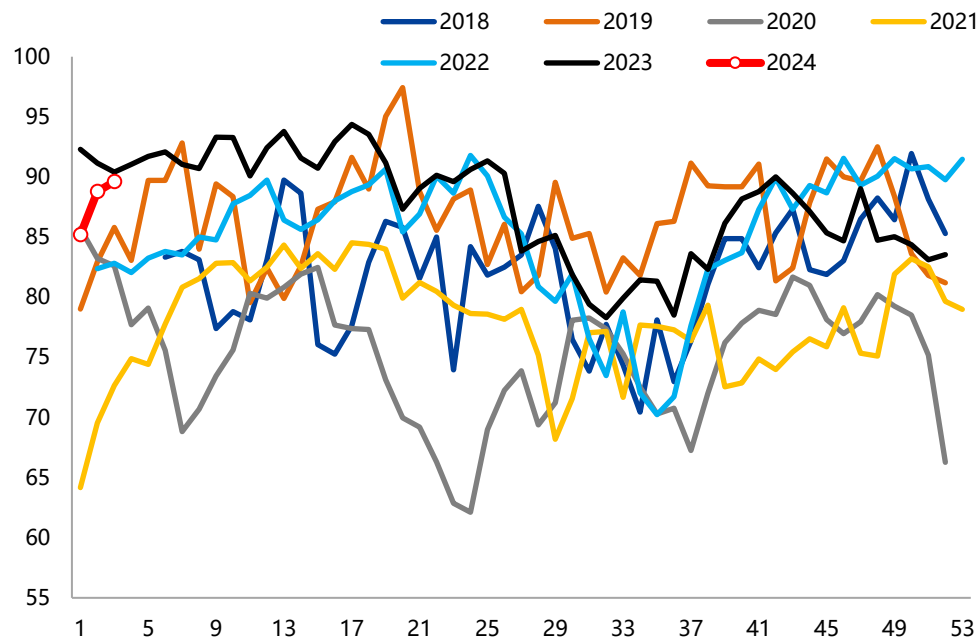
重碱需求平稳，轻碱出库量回升

03

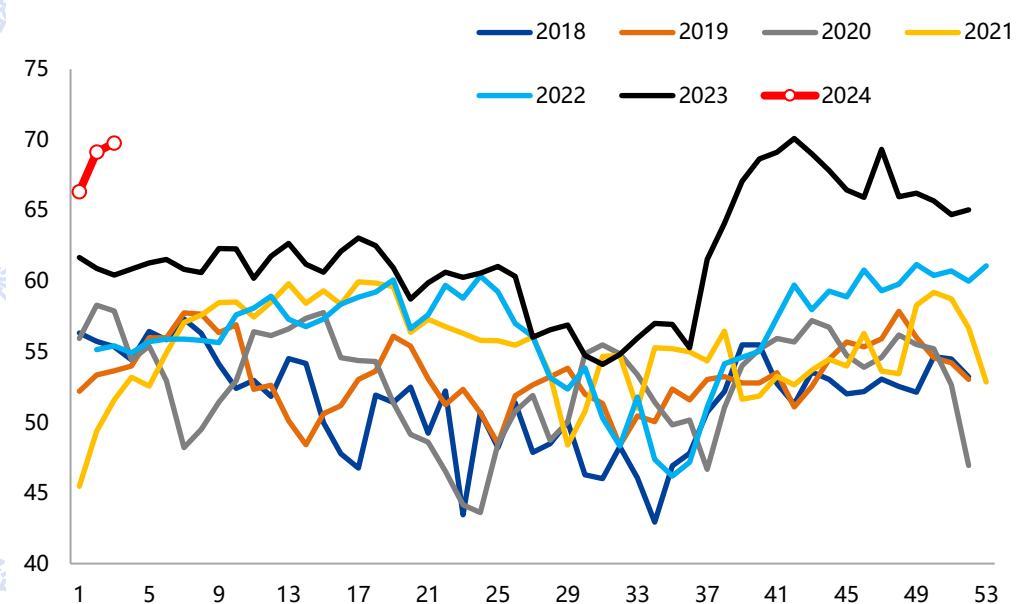
碱厂库存延续增加，纯碱空单继续持有

- 本周纯碱检修装置基本恢复，周度产能利用率与产量已恢复至89.62%（前值88.79%）和69.77万吨（前值69.12万吨）。
- 不过最新市场消息，远兴剩余产线投产计划可能因技术原因延后。若无新增产能，纯碱周产或再度触及阶段性上限。
- 此外，纯碱产能集中度较高，龙头企业对供应端调控能力较好，行业或许会采取措施缓和过剩压力。

### 纯碱产能利用率（更新至1.19）

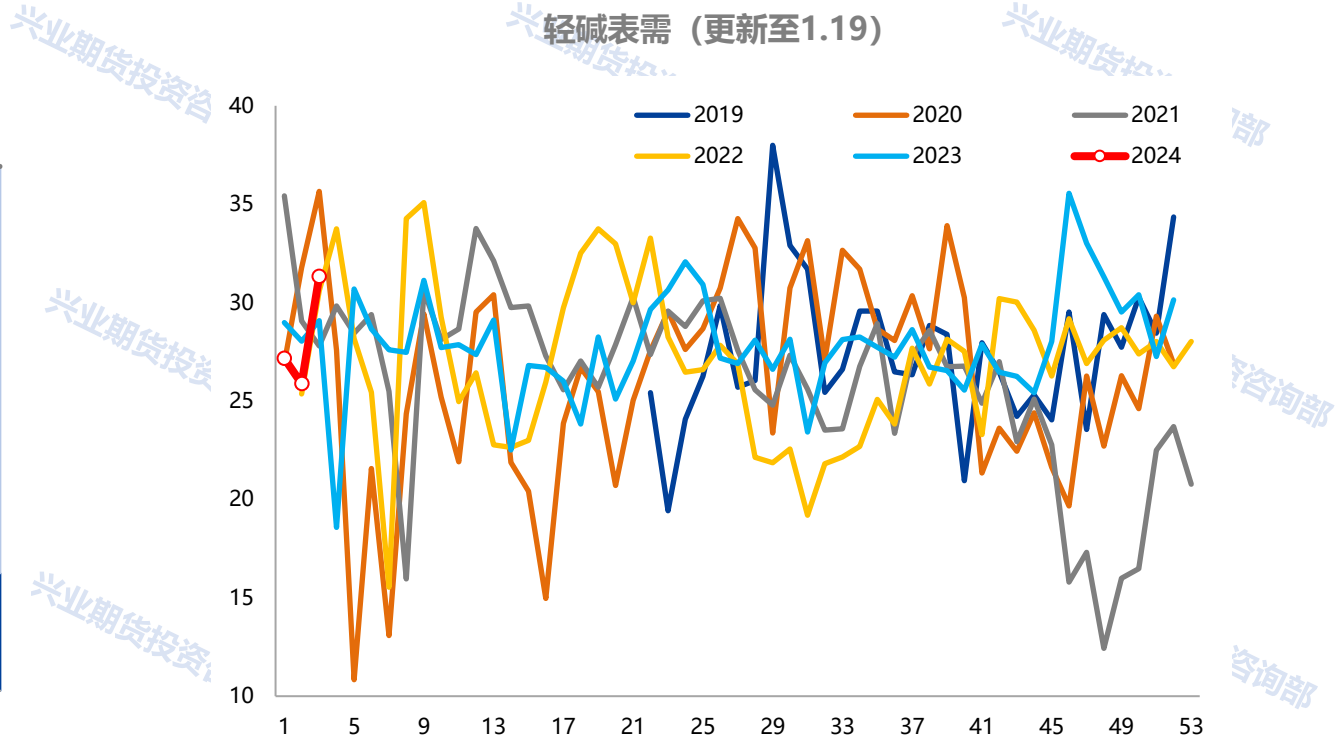
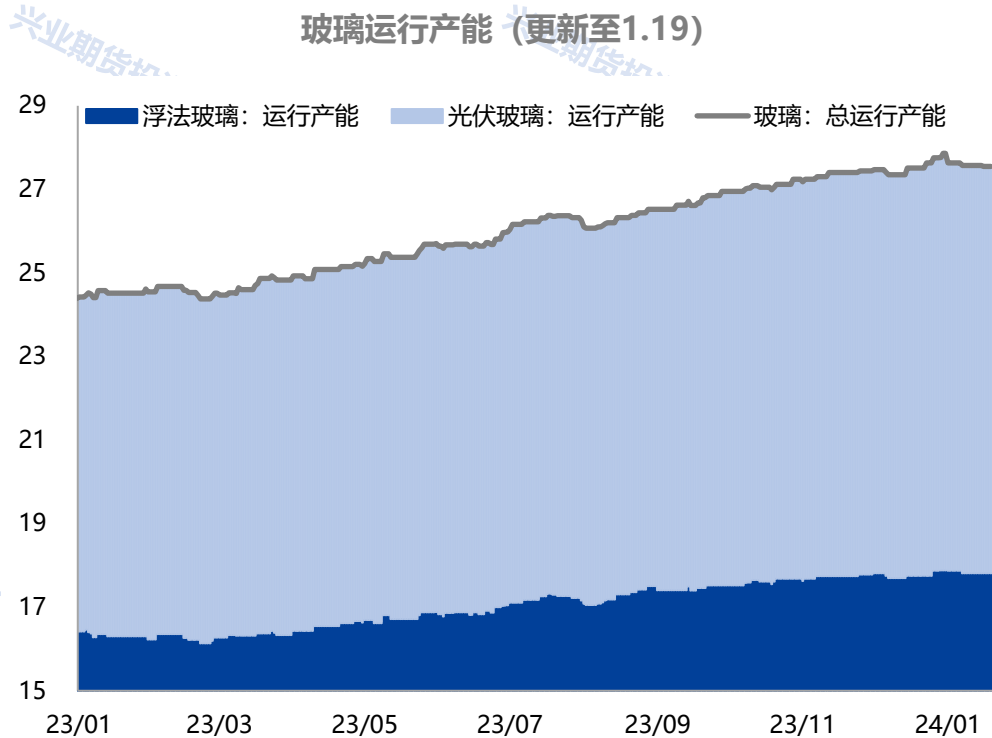


### 纯碱周产量（更新至1.19）



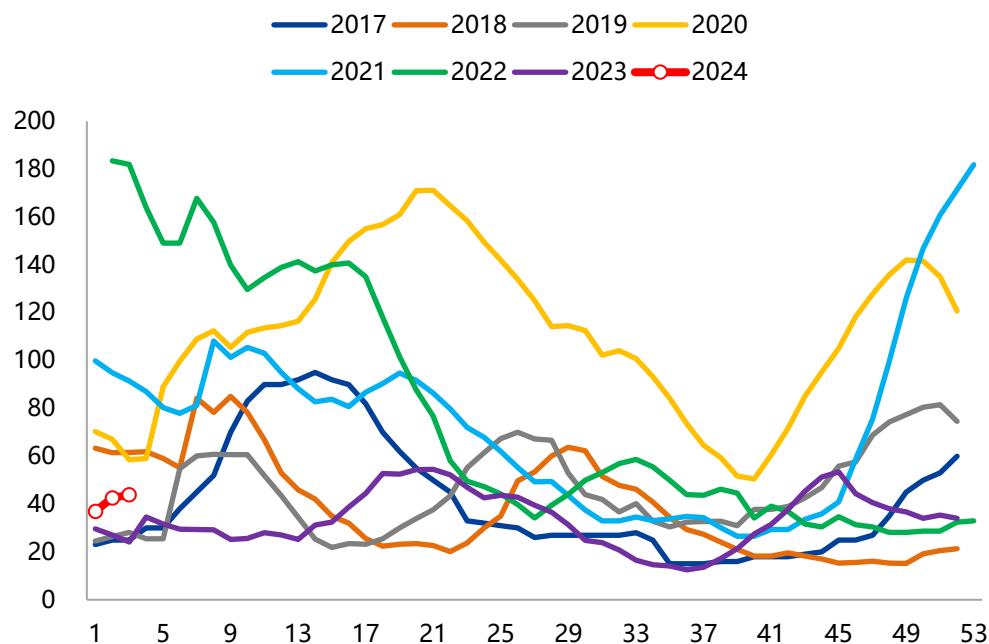
# 黑色金属品种策略（纯碱）：重碱需求平稳，轻碱出库量回升

- 本周浮法玻璃运行产能保持平稳，重碱下游按需采购，需求刚性。
- 本周轻碱出库量较上周大幅增加，并带动碱厂轻碱库存环比转降。
- 总体看，需求相对平稳。

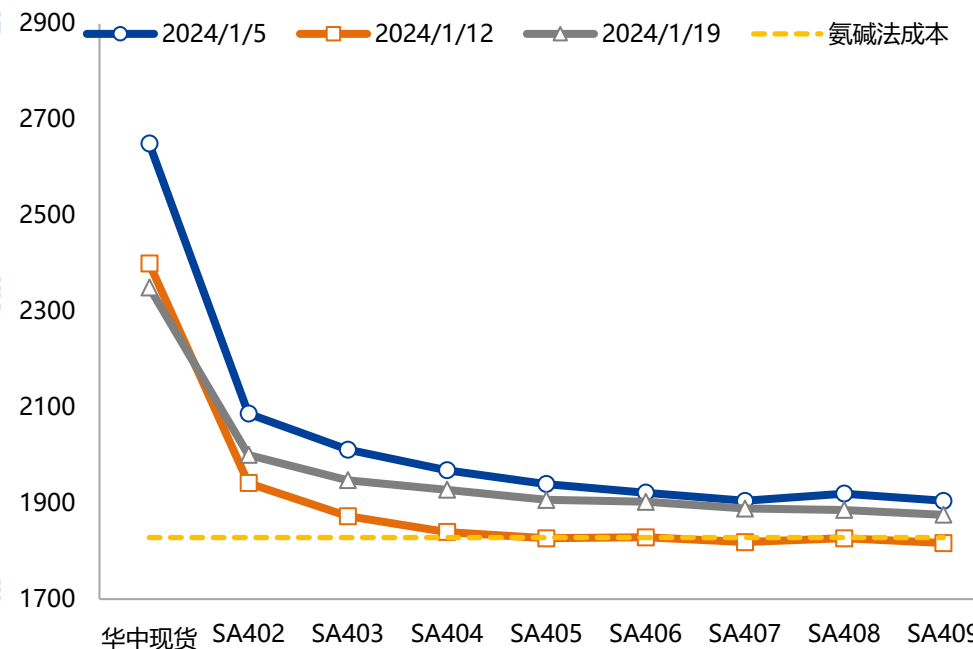


- 纯碱供应小幅过剩，碱厂库存延续积累，后续累库幅度和速度取决于新增产能何时投放。
- 纯碱过剩趋势明确，期价提前反应，盘面05合约此前已跌至纯碱边际成本（氨碱法）附近。但煤矿安全事故频发，采暖季燃料价格暂无大幅走弱的驱动，再加上远兴投产延后消息，短期续跌空间被限制。建议新单逢高抛空为主，触及成本线则止盈。前期空单继续持有。

### 纯碱库存（更新至1.19）



### 纯碱价差结构（更新至1.19）





# 棉花

CF

01

供需格局维持平稳，价格下方有支撑

02

年前纺服消费继续回暖，纱线坯布去库效果明显

03

信心数据进入底部区间，进一步下行概率较小

04

期货延续震荡，卖出平值跨式

供应方面，国内2023/24年度国内棉花供应总体保持平稳，在国储水平充足、可有效调控市场的情况下，2024年棉花价格将于合理区间内震荡运行。当前棉花价格接近区间运行低位，下方有一定支撑。

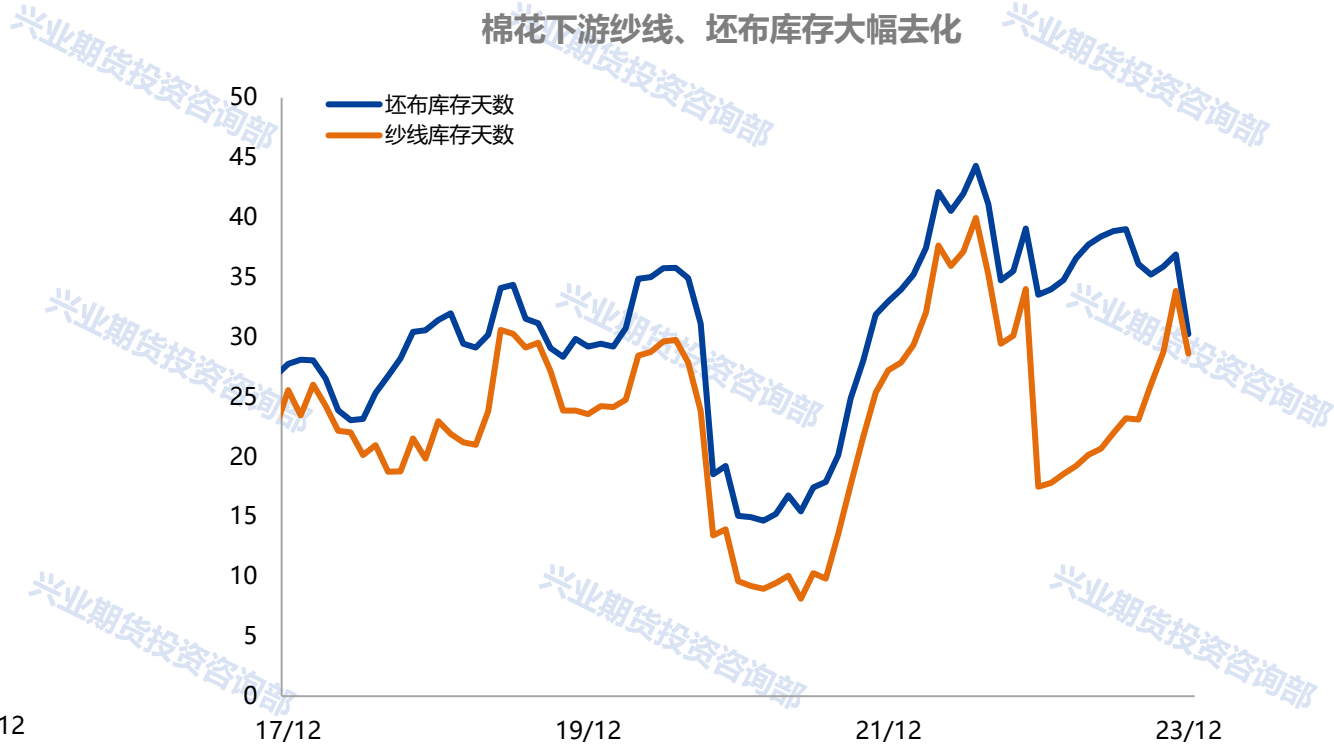
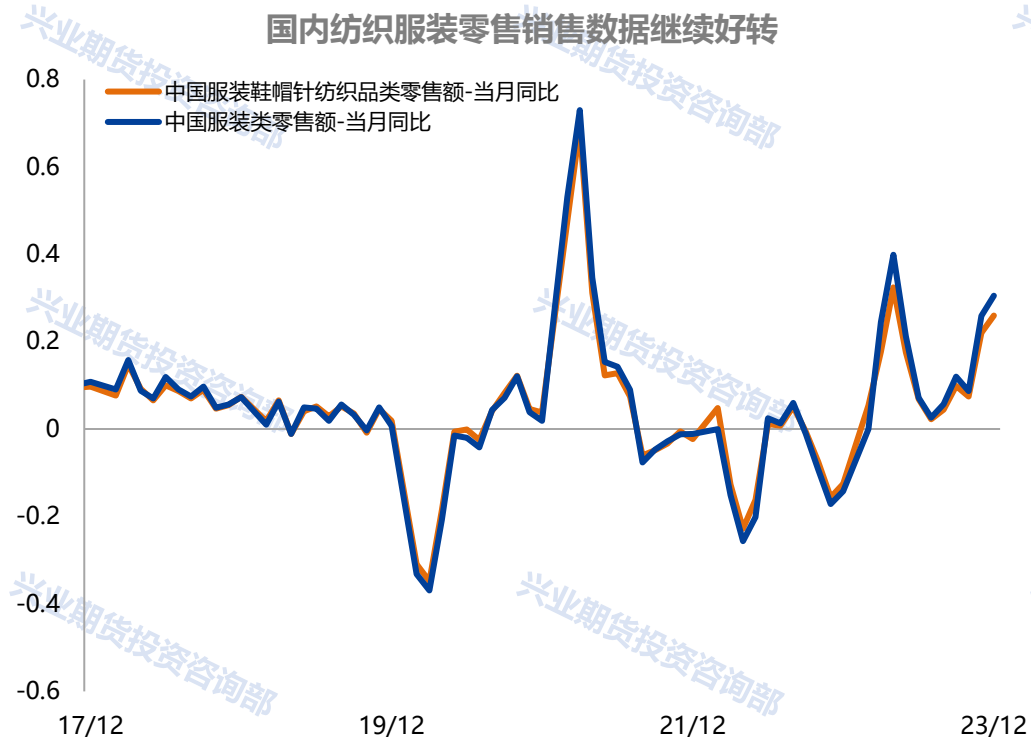
2023-24年度国内棉花供需格局总体保持平衡

项目	2021/22	2022/23	2023/24
<b>总供应</b>	<b>1302 (0)</b>	<b>1386 (0)</b>	<b>1353(+26)</b>
其中:期初库存	545 (0)	564 (0)	569 (0)
产量	583 (0)	679 (0)	589 (+11)
进口	174 (0)	143	195 (+15)
<b>总需求</b>	<b>738 (0)</b>	<b>817</b>	<b>804 (-8)</b>
其中:纺棉消费	690 (0)	770 (0)	762 (-8)
其他消费	45 (0)	45 (0)	40 (0)
出口	3 (0)	2 (0)	2 (0)
<b>期末库存</b>	<b>564 (0)</b>	<b>569(0)</b>	<b>549 (+34)</b>

USDA: 2023/24年度全球棉花总产量预计维持稳定

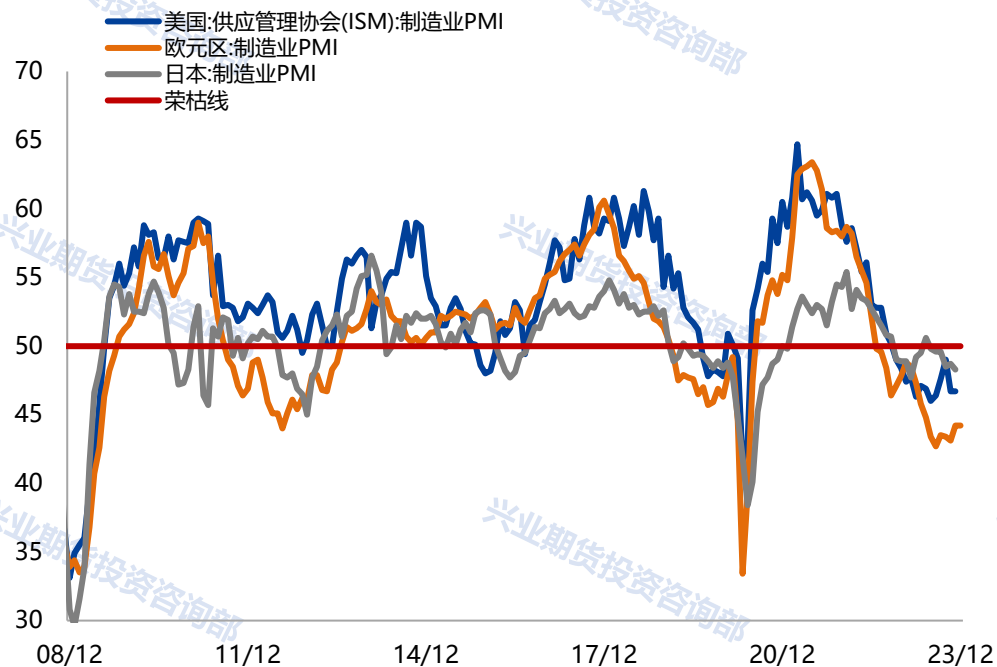
USDA		2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
全球	产量	2595	2484	2494	2540	2459
	消费量	2287	2705	2531	2428	2476
	出口量	897	1067	941	806	940
	进口量	887	1059	935	821	940
	期末库存	1917	1691	1662	1804	1794
中国	产量	598	6445	5835	668	588
	消费量	746	898	735	817	795
	进口量	155	280	171	136	240
	期末库存	786	812	829	814	845
美国	产量	434	318	382	315	278
	出口量	338	356	3153	2779	2656
	期末库存	158	69	88	93	68

需求端目前下游织造企业和贸易商补库逐渐收尾，纺企棉纱去库存效果较为明显；消费端纺织服装零售销售数据继续好转，节前企业产销相对稳定，大中纺企开机恢复，春节假期基本正常。低库存及季节性的需求好转仍令市场存在向好预期。

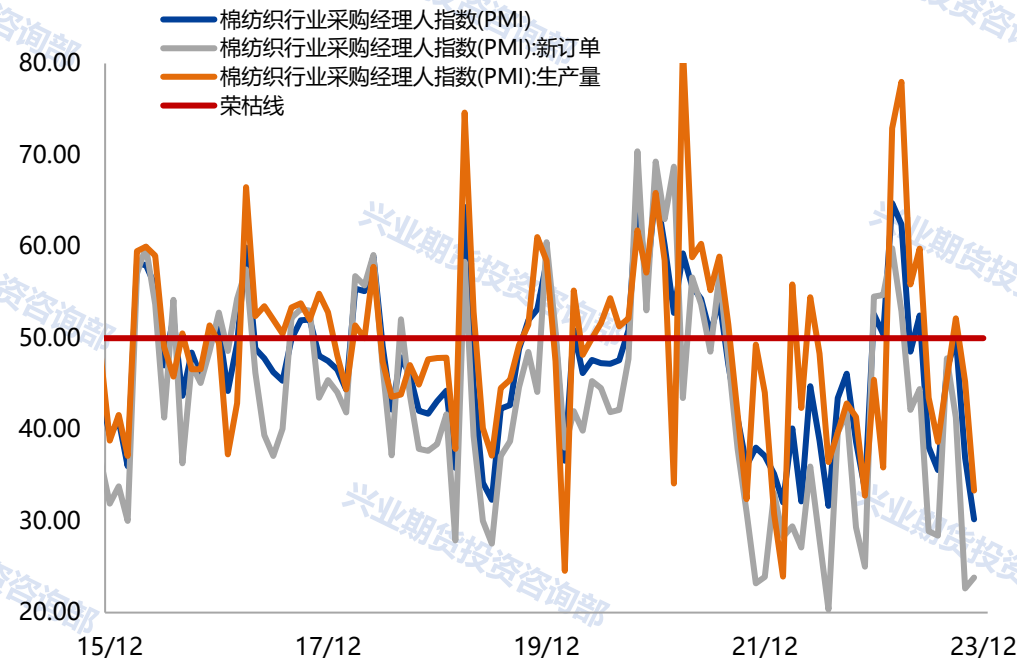


从PMI数据看市场、行业对未来经济的信心，国内外数据均显示处于历史底部状态，结合2024年政策展望，其进一步下行的可能性不大，且将进入逐步修复阶段。

### 主要服装消费区PMI进入历史底部区间



### 国内各项棉纺PMI均处于底部区间

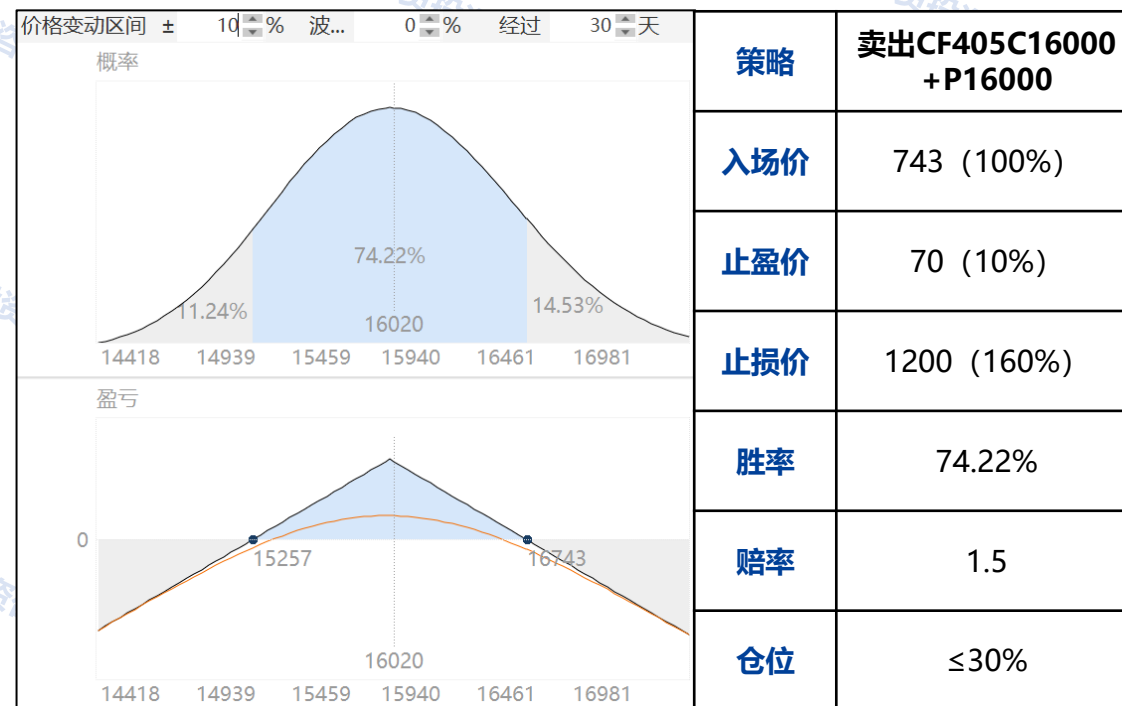


近一周棉花期货价格上涨3%，20日历史波动率上升，但期权主力平值隐含波动率保持不变。期权05合约成交量集中在C17000和P14000，代表期货阻力位为17000，支撑位为14000。考虑到棉花基本面无明显驱动，期货价格预计延续震荡，卖出CF405行权价为16000的跨式以扩大收益。

期权主要指标 (截至1.19)

	成交量PCR	持仓量PCR	历史波动率	隐含波动率
数值	0.59 (-0.02)	0.60 (-0.01)	10.9% (+3.2%)	14.5% (+0.1%)
百分位	25%	27%	6%	2%
说明	看多	看多	波动率极低	波动率极低

棉花卖出跨式策略参数



负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版。复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

致  
谢



兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城路167号兴业银行大厦11楼 邮编：200120

网：[www.cifutures.com.cn](http://www.cifutures.com.cn)

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building, No.796 Zhongshan East Road, Ningbo,  
315040, China

Tel: 400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386